

**PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI DAN
MIKROEKONOMI TERHADAP *RETURN DEFENSIVE*
STOCKS YANG TERDAFTAR PADA *JAKARTA*
ISLAMIC INDEX (JII) PERIODE 2014-2018**

SKRIPSI

Disusun oleh :

Mohammad Syihabul Irfan

155020500111017

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat
Untuk Meraih Derajat Sarjana Ekonomi**



**JURUSAN ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG**

2019

LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi dengan judul :

"Pengaruh Variabel Makroekonomi dan Mikroekonomi Terhadap Return Defensive Stocks yang Terdaftar Pada Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2014-2018"

Yang disusun oleh :

Nama : Mohammad Syihabul Irfan
NIM : 155020500111017
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
Jurusan : S-1 Ilmu Ekonomi
Konsentrasi : Ekonomi Islam

telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal **4 Desember 2019** dan dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima.

SUSUNAN DEWAN PENGUJI

1. Aji Purba Trapsila , SE.I., ME.I
198401232015041002
(Dosen Pembimbing)
2. Arif Hoetoro , SE., MT., Ph.D.
197009221995121002
(Dosen Penguji I)
3. Tyas Danarti Hascaryani , SE., ME.
197505141999032001
(Dosen Penguji II)



Arif Hoetoro , SE., MT., Ph.D.
NIP. 197009221995121002

LEMBAR PERSETUJUAN

Skripsi dengan judul :

Pengaruh Variabel Makroekonomi dan Mikroekonomi Terhadap *Return Defensive Stocks* yang Terdaftar Pada *Jakarta Islamic Index* (JII) Periode 2014-2018

Yang disusun oleh :

Nama : Mohammad Syihabul Irfan
NIM : 155020500111017
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
Jurusan : S-1 Ilmu Ekonomi
Konsentrasi : Ekonomi Islam

Disetujui untuk diajukan dalam Ujian Komprehensif.



Arif Hoetoro, SE., MT., Ph.D.
NIP. 197009221995121002

Malang,
Mengetahui,

Dosen Pembimbing,

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized 'A' followed by a horizontal line and a vertical stroke.

Aji Purba Trapsila, SE.I., ME.I.
NIP. 198401232015041002

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya :

Nama : **Mohammad Syihabul Irfan**
Tempat, tanggal lahir : **Mojokerto, 18 Juli 1997**
NIM : **155020500111017**
Jurusan : **S1 Ilmu Ekonomi**
Konsentrasi : **Ekonomi Islam**
Alamat : **Jalan Band. Palmerah V E10, Cemorokandang, Kedungkandang, Malang**

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa SKRIPSI yang berjudul :


Pengaruh Variabel Makroekonomi dan Mikroekonomi terhadap *Return Defensive Stocks* yang Terdaftar Pada *Jakarta Islamic Index (JII)* Periode 2014-2018

yang saya tulis adalah benar-benar hasil karya saya sendiri dan bukan merupakan plagiat atau saduran dari Skripsi orang lain.

Apabila dikemudian hari ternyata pernyataan saya tidak benar, maka saya bersedia menerima sanksi akademis yang berlaku (dicabutnya predikat kelulusan dan gelar kesarjanaannya)

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya, untuk dapat dipergunakan sebagaimana mestinya.

Mengetahui,
Dosen Pembimbing,


Aji Purba Triapsila, SE.I., ME.I.
NIP. 198401232015041002

Malang,

Yang membuat pernyataan,


Mohammad Syihabul Irfan
NIM. 155020500111017

Mengetahui,
Ketua Program Studi


Aji Hoeslano, SE., MT., Ph.D.
NIP. 197009221995121002

BIODATA MAHASISWA



MAHASISWA :

Nama Lengkap : Mohammad Syihabul Irfan
Nama Panggilan : Syihabul
Tempat/Tanggal Lahir : Mojokerto, 18 Juli 1997
Jenis Kelamin : Laki-laki
Status Pernikahan : Lajang
Kewarganegaraan : Indonesia
Agama : Islam
Tinggi/Berat badan : 167/55
Instansi Brawijaya : Fakultas Ekonomi & Bisnis
Identitas : KTM dengan NIM 155020500111017
No. Hp/Telepon : 082231952196
Email : syihabul_i@yahoo.com

PENDIDIKAN FORMAL

No	Jenjang Pendidikan	Nama Institusi	Jurusan	Tahun
1	SD	SDN MADYOPURO 5 MALANG	-	2003- 2009
2	SMP	SMP NEGERI 4 MALANG	-	2009- 2012
3	SMA	SMA NEGERI 10 MALANG	IPS	2012- 2015
4	S1	UNIVERSITAS BRAWIJAYA	FEB - ILMU EKONOMI	2015- 2019

MOTTO

وَابْتَغِ فِيمَا آتَاكَ اللَّهُ الدَّارَ الْآخِرَةَ ۖ وَلَا تَنْسَ نَصِيبَكَ مِنَ الدُّنْيَا ۚ وَأَحْسِنْ كَمَا أَحْسَنَ
اللَّهُ إِلَيْكَ ۖ وَلَا تَتَّبِعِ الْفَسَادَ فِي الْأَرْضِ ۚ إِنَّ اللَّهَ لَا يُحِبُّ الْمُفْسِدِينَ

“Dan carilah pada apa yang telah dianugerahkan Allah kepadamu (kebahagiaan) negeri akhirat, dan janganlah kamu melupakan bahagianmu dari (kenikmatan) duniawi dan berbuat baiklah (kepada orang lain) sebagaimana Allah telah berbuat baik, kepadamu, dan janganlah kamu berbuat kerusakan di (muka) bumi. Sesungguhnya Allah tidak menyukai orang-orang yang berbuat kerusakan.”

QS. Al Qassas : 77

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَقْطَعُوا رِجْلَيْكُمْ وَلَا رَأْسَكُمْ وَلَا خَنُوقَكُمْ وَلَا تَقْطَعُوا رِجْلَيْكُمْ وَلَا رَأْسَكُمْ وَلَا خَنُوقَكُمْ وَلَا تَقْطَعُوا رِجْلَيْكُمْ وَلَا رَأْسَكُمْ وَلَا خَنُوقَكُمْ
الْكَافِرُونَ الْقَوْمُ إِلَّا اللَّهُ رَوْحٌ مِنْ يَيْئَسُ لَا إِنَّهُ

“Dan janganlah kamu berputus asa dari rahmat Allah. Sesungguhnya tiada berputus dari rahmat Allah melainkan orang-orang yang kufur.”

QS. Yusuf : 87

KATA PENGANTAR

Puji syukur tidak lupa penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan Tugas Akhir Skripsi sebagai syarat Meraih Gelar Sarjana dengan Judul **“Pengaruh Variabel Makroekonomi dan Mikroekonomi Terhadap *Return Defensive Stocks* yang Terdaftar Pada *Jakarta Islamic Index (JII)* Periode 2014-2018”** dengan baik dan selesai tepat waktu. Tidak lupa shalawat serta salam penulis ucapkan kepada Baginda Rasulullah Muhammad SAW yang menjadi panutan bagi kita semua dan teladan terbaik sepanjang masa.

Adapun tujuan dari penulisan Tugas Akhir Skripsi ini adalah sebagai salah satu persyaratan untuk menyelesaikan pendidikan S1 Jurusan Ilmu Ekonomi Program Studi Ekonomi Islam. Penulisan Tugas Akhir Skripsi ini tidak terlepas dari bantuan beberapa pihak yang mendukung penulis. Pada kesempatan ini, penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada:

- 1) Kedua orang tua tercinta yaitu Ayahanda Arief Dwie Yuniarto dan Ibunda Atik Mahfuda serta adikku Muhammad Miftah Nashrullah, yang selalu mendukung dan memberikan doa yang tak henti-hentinya sehingga penulis dapat menyelesaikan Tugas Akhir Skripsi ini dengan baik dan lancar.
- 2) Pak Aji Purba Trapsila, SE.I, ME.I. selaku dosen pembimbing Skripsi.
- 3) Bapak Drs. Nurkholis, Ph.D. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
- 4) Bapak Dr. rer. Pol, Wildan Syafitri, SE., ME. selaku Ketua Jurusan Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
- 5) Bapak Arif Hoetoro, SE., MT., Ph.D. selaku Ketua Prodi Ekonomi Islam Jurusan Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.

- 6) *Special thanks to* Irsyad, Dwiki, Tufail, Fauzi, Aji, Afrida, Syahrial dan Aim yang telah memberikan ilmu, hiburan, fasilitas dan waktu pada saat waktu pengerjaan skripsi ini.
- 7) Seluruh teman-teman Ekonomi Islam angkatan 2015 yang sedang berjuang menempuh kuliah, KKN-P dan Skripsi, khususnya kepada sahabat 'Kelas IA', Pasukan ngopi 'Bar-Bar', partner game 'Jaran Goyank' dan 'Ruang Rindu', sahabat SMA 'Bullfold', dan keluarga bisnis 'Rood.co' yang telah memberikan semangat dan arahan maupun saran untuk membangun skripsi ini.
- 8) Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu yang juga telah memberikan bantuan dalam penyelesaian penulisan tugas akhir skripsi ini

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan penulisan Tugas Akhir Skripsi ini masih banyak kekurangan baik pada teknis penulisan maupun materi dan jauh dari kata sempurna, sehingga penulis akan sangat berterima kasih untuk kritik, saran, dan dapat menjadikan semua bantuan ini sebagai amal ibadah. Amiin Yaa Robbal 'Alamiin.

Malang, Desember 2019

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
LEMBAR PENGESAHAN	i
LEMBAR PERSETUJUAN	ii
SURAT PERNYATAAN.....	iii
BIODATA MAHASISWA.....	iv
MOTTO	v
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
ABSTRAK	xiiiv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah	16
1.3 Tujuan Penelitian.....	16
1.4 Manfaat Penelitian.....	17
1.4.1 Manfaat bagi Investor	17
1.4.2 Manfaat bagi Perusahaan	17
1.4.3 Manfaat bagi Akademisi.....	17
BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....	18
2.1 Landasan Teori	18
2.1.1 Investasi	18
2.1.1.1 Pengertian Investasi.....	18
2.1.1.2 Investasi Dalam Pandangan Islam	19
2.1.2 Pasar Modal.....	20
2.1.2.1 Pengertian Pasar Modal	20
2.1.2.2 Instrumen Pasar Modal	22
2.1.2.3 Fungsi Pasar Modal.....	23
2.1.2.4 Pasar Modal Syariah	23
2.1.3 Jakarta Islamic Index (JII)	24
2.1.4 Return Saham.....	28
2.1.5 Beta Saham	30
2.1.6 Makroekonomi	33
2.1.6.1 Inflasi.....	34

2.1.6.2 Pertumbuhan Ekonomi	36
2.1.6.3 Sertifikat Bank Indonesia Syariah	37
2.1.6.3.1 Pengertian Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)	37
2.1.6.3.2 Karakteristik Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)	37
2.1.6.3.3 Mekanisme Transaksi SBIS	38
2.1.6.4 Sukuk	39
2.1.7 Mikroekonomi	41
2.1.7.1 Earning Per Share (EPS)	42
2.1.7.2 Debt Equity Ratio (DER)	44
2.1.8 Rationall Expectation (Ratex)	45
2.1.9 Portofolio	48
2.1.10 Pengaruh Variabel Independen terhadap Variabel Dependen	50
2.1.10.1 Pengaruh Inflasi Terhadap Return Saham	50
2.1.10.2 Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi Terhadap Return Saham	50
2.1.10.3 Pengaruh SBIS Terhadap Return Saham	51
2.1.10.4 Pengaruh Sukuk Terhadap Return Saham	51
2.1.10.5 Pengaruh EPS Terhadap Return Saham	53
2.1.10.6 Pengaruh DER Terhadap Return Saham	53
2.2 Penelitian Terdahulu	54
2.3 Kerangka Pemikiran	56
2.4 Hipotesa	57
BAB III METODE PENELITIAN	58
3.1 Jenis Penelitian	58
3.2 Populasi dan Sampel Penelitian	58
3.3 Penentuan Model	59
3.4 Operasional Variabel Penelitian	60
3.4.1 Variabel Dependen (Y)	60
3.4.2 Variabel Independen (X)	60
3.4.2.1 Inflasi (X1)	60
3.4.2.2 Pertumbuhan Ekonomi	61
3.4.2.3 Sertifikat Bank Indonesia Syariah (X2)	61
3.4.2.4 Sukuk (X4)	62
3.4.2.5 Earning per Share (X5)	62
3.4.2.6 Debt Equity Ratio (X6)	63
3.5 Metode Analisis Data	63
3.5.1 Regresi Data Panel	63

3.5.2 Proses Analisis Data Model Regresi Panel	64
3.5.2.1 Tahap Metode Estimasi Data Panel	64
3.5.2.2 Tahap Pemilihan Model Regresi.....	65
3.5.2.3 Uji Parsial (t-test).....	65
3.5.2.4 Kerangka Proses Uji Penelitian	66
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	67
4.1 Hasil Estimasi Regresi Data Panel	67
4.1.1 Statistik Deskriptif	67
4.1.1.1 Capital Gain	68
4.1.1.2 Tingkat Inflasi	69
4.1.1.3 Tingkat Pertumbuhan Ekonomi	70
4.1.1.4 Imbal Hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah	70
4.1.1.5 Tingkat Sukuk	71
4.1.1.6 Tingkat Earning per Share.....	71
4.1.1.7 Tingkat Debt Equity Ratio	72
4.1.2 Pemilihan Model Regresi Menggunakan <i>Chow Test</i>	73
4.1.3 Pemilihan Model Regresi Menggunakan <i>Hausman Test</i>	74
4.1.4 Pemilihan Model Regresi Menggunakan <i>Lagrange Multiplier</i>	75
4.1.5 Uji Multikolinearitas	76
4.1.6 Uji Heterokedastisitas	77
4.1.7 Hasil Uji Regresi Data Panel <i>Random Effect Model</i>	78
4.1.8 Koefisien Determinasi	80
4.1.9 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)	80
4.1.10 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)	81
4.1.10.1 Variabel Inflasi.....	81
4.1.10.2 Variabel Pertumbuhan Ekonomi	81
4.1.10.3 Variabel SBIS	82
4.1.10.4 Variabel Sukuk	82
4.1.10.5 Variabel EPS	82
4.1.10.6 Variabel DER.....	83
4.2 Interpretasi Hasil dan Pembahasan.....	83
4.2.1 Pengaruh Variabel Inflasi terhadap <i>Return Saham</i>	83
4.2.2 Pengaruh Variabel Pertumbuhan Ekonomi terhadap <i>Return Saham</i> ..	86
4.2.3 Pengaruh Variabel SBIS terhadap <i>Return Saham</i>	87
4.2.4 Pengaruh Variabel Sukuk terhadap <i>Return Saham</i>	89
4.2.5 Pengaruh Variabel EPS terhadap <i>Return Saham</i>	90

4.2.6 Pengaruh Variabel DER terhadap <i>Return</i> Saham	91
BAB V PENUTUP	93
5.1 Kesimpulan	93
5.2 Saran	95
DAFTAR PUSTAKA.....	96
DAFTAR LAMPIRAN	100

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Jenis saham berdasarkan besarnya beta dalam JII.....	8
Tabel 2.1 Nama Perusahaan yang Tercatat pada Saham JII.....	26
Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu	54
Tabel 3.1 Perusahaan Penelitian	59
Tabel 4.1 Analisis Deskriptif.....	68
Tabel 4.2 <i>Capital Gain</i> Perusahaan JII Periode 2014-2018	68
Tabel 4.3 Tingkat Inflasi Periode 2014-2018.....	69
Tabel 4.4 Tingkat Pertumbuhan Ekonomi Periode 2014-2018	70
Tabel 4.5 Imbal Hasil SBIS Periode 2014-2018	70
Tabel 4.6 Tingkat Sukuk Periode 2014-2018	71
Tabel 4.7 Tingkat EPS Periode 2014-2018.....	71
Tabel 4.8 Tingkat DER Periode 2014-2018.....	72

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Perbandingan LQ45 dengan JII.....	6
Gambar 1.2 Pergerakan IHSG selama 1 tahun terakhir	10
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran.....	56
Gambar 3.1 Kerangka Proses Uji Penelitian	66
Gambar 4.1 Hasil Pemilihan Model Regresi Chow Test.....	74
Gambar 4.2 Hasil Pemilihan Model Regresi Hausman Test.....	75
Gambar 4.3 Hasil Pemilihan Model Regresi Lagrange Multiplier Test.....	76
Gambar 4.4 Hasil Uji Multikolinearitas	77
Gambar 4.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas	78
Gambar 4.6 Hasil Uji Regresi Data Panel Random Effect Model	79
Gambar 4.7 Grafik Inflasi Tahun 2014-2018	85

ABSTRAK

Pasar modal syariah diyakini mampu bertahan terhadap krisis dibandingkan dengan pasar modal konvensional. Investor menginvestasikan kelebihan dananya ke pasar modal syariah dengan tujuan mengharapkan return. Return yang akan didapatkan investor dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi yang diantaranya adalah inflasi, pertumbuhan ekonomi, sertifikat bank indonesia syariah, sukuk. Adapun dipengaruhi faktor mikroekonomi yaitu earning per share dan debt equity ratio. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel menggunakan random effect model. Hasil yang didapat dalam penelitian ini menunjukkan bahwa variabel inflasi, pertumbuhan ekonomi dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) tidak berpengaruh signifikan. Sedangkan untuk variabel sukuk, earning per share (EPS) dan debt equity ratio (DER) berpengaruh signifikan terhadap return saham.

Kata Kunci: Inflasi, Pertumbuhan Ekonomi, SBIS, Sukuk, EPS, DER, Return Saham, Defensive Stocks

The Islamic capital market is believed to be able to withstand the crisis compared to conventional capital markets. Investors invest the excess funds into the Islamic capital market with the aim of expecting a return. Returns that will be obtained by investors are influenced by macroeconomic conditions which include inflation, economic growth, Indonesian sharia bank certificates, sukuk. The microeconomic factors are influenced by earnings per share and debt equity ratio. The method used in this study is panel data regression using random effect models. The results obtained in this study indicate that the variables inflation, economic growth and Bank Indonesia Sharia Certificates (SBIS) have no significant effect. As for the sukuk variable, earnings per share (EPS) and debt equity ratio (DER) significantly influence stock returns.

Keywords: Inflation, Economic Growth, SBIS, Sukuk, EPS, DER, Stock returns, Defensive stocks.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Investasi adalah suatu komitmen penetapan dana pada satu atau beberapa obyek dengan harapan akan mendapatkan keuntungan dimasa yang akan datang. Dua unsur yang melekat pada setiap modal atau dana yang diinvestasikan adalah hasil dan risiko. Kedua hal ini selalu mempunyai hubungan timbal balik yang sebanding. Umumnya semakin tinggi risiko, semakin besar hasil yang diperoleh dan semakin kecil risiko, semakin kecil pula hasil yang akan diperoleh.

Salah satu bidang investasi yang cukup menarik namun berisiko tinggi adalah investasi saham. Saham merupakan bukti bahwa kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham (Tandelilin, 2010). Saham perusahaan publik, sebagai komoditi investasi tergolong berisiko tinggi, karena sifat komoditasnya yang sangat peka terhadap perubahan yang terjadi, baik perubahan di luar negeri maupun di dalam negeri seperti: perubahan politik, ekonomi, dan moneter. Perubahan tersebut dapat memberikan dampak positif yang berarti harga saham akan naik begitu pula sebaliknya, dampak negatif yang berarti harga saham akan turun. Secara sederhana harga saham mencerminkan perubahan minat investor terhadap saham tersebut. Jika permintaan terhadap suatu harga saham itu tinggi, maka harga saham tersebut akan cenderung tinggi dan demikian sebaliknya, jika permintaan terhadap suatu saham itu rendah, maka harga saham akan cenderung turun.

Pasar modal merupakan salah satu instrumen ekonomi yang mengalami perkembangan cukup pesat. Pasar modal juga dapat dikatakan sebagai indikator

kemajuan ekonomi suatu negara serta dapat menunjang perekonomian negara yang bersangkutan (Robert Ang, 1997). Pasar modal dibangun dengan tujuan menggerakkan perekonomian suatu negara melalui kekuatan swasta dan mengurangi beban negara. Negara memiliki kekuasaan untuk mengatur kegiatan perekonomian dan tidak harus memiliki perusahaan sendiri. Apabila kegiatan ekonomi dapat dilaksanakan oleh pihak swasta dengan baik maka negara tidak perlu ikut campur secara langsung sehingga dapat menghemat anggaran biaya. Namun negara tetap mempunyai kewajiban dalam membuat aturan dan pengembangan Undang-Undang supaya pihak swasta dapat bersaing dengan *fair* serta tidak ada pihak yang memonopoli (Samsul, 2006)

Menurut keputusan Menteri Keuangan RI No. 1548/KMK/1990 tentang Peraturan Pasar Modal, pasar modal diartikan sebagai suatu sistem keuangan yang terorganisasi termasuk Bank-bank Komersial dan semua Lembaga perantara di bidang keuangan serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar. Sedangkan dalam arti sempit pasar modal adalah suatu tempat dalam pengertian fisik yang terdapat transaksi penjualan efek atau dapat dikatakan sebagai bursa efek (Rodono, 2009)

Secara historis, pasar modal telah ada sebelum Indonesia mengalami kemerdekaan. Pasar modal atau bursa efek telah hadir sejak jaman Kolonial Belanda pada tahun 1912 di Batavia. Pasar modal ketika itu didirikan oleh Pemerintahan Hindia Belanda untuk kepentingan Pemerintahan Kolonial atau VOC dengan tujuan memfasilitasi kelebihan dana dari orang-orang Belanda dan Eropa lainnya. Efek-efek yang diperdagangkan dalam bursa ini terdiri dari saham atau obligasi yang diterbitkan perusahaan/perkebunan Belanda yang beroperasi di Indonesia, Obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah, sertifikat saham

perusahaan milik Amerika yang diterbitkan di negeri Belanda serta efek Perusahaan Belanda lainnya (sahamok.com, 2017)

Setelah ditutupnya Bursa Efek di Batavia selama Perang Dunia II. Bursa Efek kembali beroperasi setelah pemerintahan Indonesia memulai kembali usaha pengaktifan Pasar Modal Indonesia tepatnya pada 10 Agustus 1977 dengan dibentuknya BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) dan ditandai dengan *Go Public* Semen Cibinong sebagai Emiten pertama. Kemudian sejak tahun 2005 BAPEPAM berubah menjadi OJK (Otoritas Jasa Keuangan). Usaha pengaktifan kembali pasar modal tersebut diharapkan dapat berperan dalam memacu pertumbuhan ekonomi melalui mobilitas dana untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan pembangunan diluar perbankan.

Pasar modal Indonesia memiliki peran besar bagi pertumbuhan perekonomian negara. Dengan adanya pasar modal, investor dari berbagai kalangan yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dananya pada berbagai sekuritas dengan harapan memperoleh imbalan, sedangkan bagi perusahaan yang sebagian besar ingin mengembangkan usahanya (ekspansi) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk mengembangkan proyek-proyeknya. Pasar modal seringkali disebut sebagai alternatif pendanaan eksternal dengan biaya yang lebih rendah daripada sistem perbankan. Dengan adanya alternatif pembiayaan dari pasar modal, perusahaan dapat mengembangkan kegiatan bisnisnya dan pemerintah mendapatkan timbal balik dari setiap kegiatan investasi yang dapat meningkatkan kegiatan perekonomian negara dan kemakmuran masyarakat luas (Thandelilin, 2010).

Ditinjau dari sisi syariah, pasar modal adalah bagian dari aktivitas muamalah. Transaksi di dalam pasar modal diperbolehkan sepanjang tidak terdapat transaksi yang bertentangan dengan ketentuan yang telah digariskan

oleh syariah. Syed Othman Alhabshi dalam tulisannya yang berjudul *Development of capital market under islamic principles* memberikan deskripsi analitis tentang eksistensi pasar modal yang sesuai syariah serta secara optimal dapat berperan terhadap pertumbuhan dan ekspansi ekonomi. Analisisnya menggunakan pendekatan penerapan prinsip-prinsip syariah dalam aktivitas transaksi di pasar modal dengan berorientasi kepada tujuan dari penerapan prinsip-prinsip syariah itu sendiri. Menurutnya, tujuan-tujuan syariah dalam kehidupan ekonomi tersebut seperti terealisasinya distribusi pendapatan dan kekayaan, terciptanya keadilan dan keseimbangan ekonomi baru akan terwujud dengan diaplikasikannya prinsip-prinsip syariah dalam berbagai aktifitas ekonomi dan keuangan syariah, khususnya pasar modal sebagai lembaga keuangan (*financial institution*). Di antara prinsip-prinsip tersebut adalah pelarangan riba (*prohibition of interest*) sebagaimana tertuang dalam Q.S. al-Baqarah/2: 275-276 dan ayat 278-290.

Prinsip pelarangan *gharar* (*prohibition of doubtful transaction*). Syariah melarang transaksi yang di dalamnya terdapat spekulasi dan mengandung *gharar* atau ketidakjelasan yaitu transaksi yang di dalamnya dimungkinkan terjadinya penipuan (*khida'*). Termasuk dalam pengertian ini adalah melakukan penawaran palsu (*najsy*); transaksi atas barang yang belum dimiliki (*short selling/bai'u mâlaisa bimamluk*); menjual sesuatu yang belum jelas (*bai'u al ma'dûm*); pembelian untuk penimbunan efek (*ihtikar*) dan menyebarluaskan informasi yang menyesatkan atau memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan transaksi yang dilarang (*insider trading*). Prinsip berikutnya adalah pelarangan untuk bertransaksi terhadap makanan dan minuman yang haram (*prohibition of unlawful food and drink*), prinsip kesederhanaan (*principle of moderation*), prinsip etika perilaku (*principle of ethical behavior*), dan prinsip kepemilikan sempurna (*principle of complete ownership*).

Untuk mencegah dari hal yang tidak diperbolehkan dalam Al Qur'an pada tahun 1997 penduduk Indonesia yang mayoritas beragama muslim akhirnya dapat berinvestasi di pasar modal syariah setelah diterbitkannya Reksa Dana Syariah oleh PT Danareksa Investment Management. Selanjutnya pada tanggal 3 Juli 2000 Bursa Efek Indonesia bersama dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan Jakarta Islamic Index yang bertujuan untuk memandu para investor muslim menginvestasikan dananya secara Syariah. Hadirnya indeks tersebut memudahkan investor untuk memilih saham-saham yang sesuai dengan prinsip Syariah. Setelah peluncuran Jakarta Islamic Index, pada tanggal 18 April 2001, Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) mengeluarkan fatwa yang berkaitan langsung dengan pasar modal, yaitu fatwa Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang pedoman pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah yang kemudian instrumen investasi Syariah di pasar modal terus bertambah dengan hadirnya sukuk PT. Indosat Tbk pada awal September 2002 (OJK).

Saham syariah yang terdapat di pasar modal syariah Indonesia, baik yang tercatat di BEI maupun tidak, dimasukkan ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh OJK secara berkala, setiap bulan Mei dan November. Saat ini, kriteria seleksi saham syariah oleh OJK adalah Emiten memenuhi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:

- Total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45%
- Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (revenue) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10%. (www.idx.co.id)

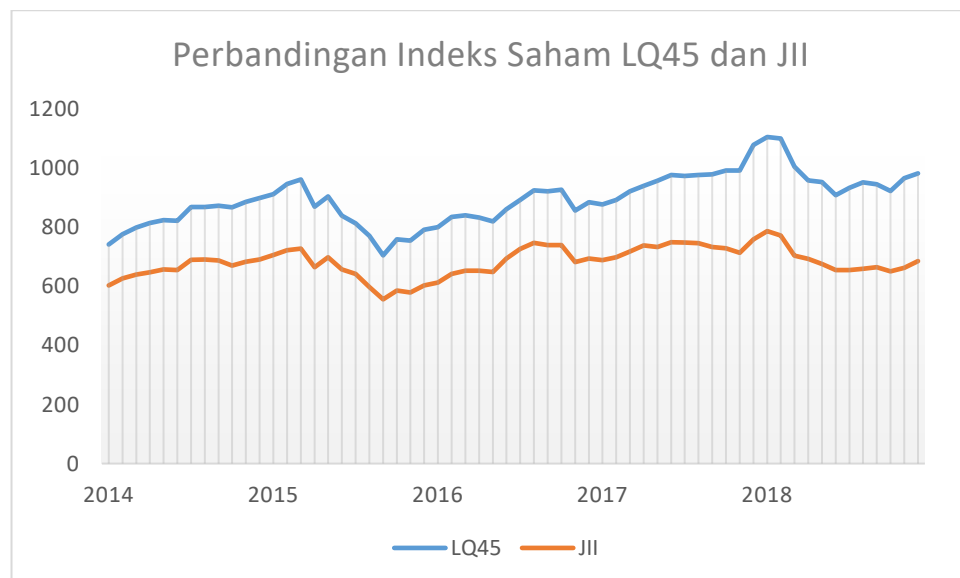
Konstituen JII hanya terdiri dari 30 saham syariah paling likuid yang tercatat di BEI. Sama seperti ISSI, *review* saham syariah yang menjadi konstituen JII

dilakukan sebanyak dua kali dalam setahun, Mei dan November, mengikuti jadwal *review* DES oleh OJK. (idx.co.id)

BEI menentukan dan melakukan seleksi saham syariah yang menjadi konstituen JII. Adapun kriteria likuditas yang digunakan dalam menyeleksi 30 saham syariah yang menjadi konstituen JII adalah sebagai berikut:

- Saham syariah yang masuk dalam konstituen Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) telah tercatat selama 6 bulan terakhir
- Dipilih 60 saham berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar tertinggi selama 1 tahun terakhir
- Dari 60 saham tersebut, kemudian dipilih 30 saham berdasarkan rata-rata nilai transaksi harian di pasar regular tertinggi
- 30 saham yang tersisa merupakan saham terpilih.

Gambar 1.1 Perbandingan LQ45 dengan JII



Sumber : id.investing.com (data diolah)

Pada Grafik 1.1 menjelaskan bahwa pergerakan indeks saham konvensional maupun syariah tidak jauh berbeda. Pada indeks saham

konvensional yaitu LQ45, telah mencapai titik tertingginya di tahun 2018 dengan nilai 1100, namun LQ45 turun pada titik minimumnya yaitu pada nilai 908 atau turun sebesar 21,1%. Sedangkan pada indeks saham syariah yaitu JII, telah mencapai titik tertingginya pada tahun 2018 dengan nilai yang ditunjukkan adalah 787, namun JII turun pada titik minimumnya yaitu pada nilai 651 atau turun sebesar 20,8%. Secara keseluruhan Indeks saham Konvensional maupun Syariah mengalami fluktuatif yang menunjukkan adanya perbaikan indeks saham.

Investor dalam berinvestasi tidak hanya memperoleh *return* semata tetapi ada risiko yang akan didapat dalam berinvestasi. Horne dan Wachowicz (2012) menjelaskan risiko berinvestasi pada saham terbagi menjadi dua yaitu risiko tidak sistematis dan risiko sistematis. Risiko tidak sistematis merupakan risiko dari perusahaan tersebut. Risiko ini tidak terikat pada faktor ekonomi, politik, dan faktor lainnya yang mempengaruhi semua sekuritas dalam cara yang sistematis. Risiko sistematis adalah risiko yang tidak bisa dideiversifikasikan atau risiko yang sifatnya mempengaruhi secara menyeluruh. Besarnya suatu risiko suatu saham ditentukan oleh beta, dimana beta menunjukkan hubungan (gerakan) antara saham dan pasarnya (Asnawi dan Wijaya, 2005).

Karakteristik atau tipe yang kita harus pahami bahwa banyak investor adalah bertipe penghindar risiko, dalam arti mereka tidak ingin menanggung risiko tinggi yang akan timbul dalam bentuk kerugian yang akan timbul dikemudian hari. Investor ini merupakan *risk averse*, dimana jika ingin berinvestasi saham maka pilihannya yaitu *defensive stock*.

Tabel 1.2 Jenis saham berdasarkan besarnya beta dalam JII

Kode	(β)	Keterangan
ADRO	1,436709	<i>Aggressive Stock</i>
AKRA	0,54874	<i>Defensive Stock</i>
ANTM	0,975843	<i>Defensive Stock</i>
ASII	1,62055	<i>Aggressive Stock</i>
BRPT	-1,9072	<i>Aggressive Stock</i>
BSDE	-1,73325	<i>Aggressive Stock</i>
CPIN	1,582847	<i>Aggressive Stock</i>
CTRA	1,85605	<i>Aggressive Stock</i>
EXCL	0,807091	<i>Defensive Stock</i>
ICBP	0,879592	<i>Defensive Stock</i>
INCO	1,318948	<i>Aggressive Stock</i>
INDF	1,191513	<i>Aggressive Stock</i>
INDY	2,139802	<i>Aggressive Stock</i>
INTP	1,806274	<i>Aggressive Stock</i>
ITMG	1,30054	<i>Aggressive Stock</i>
JSMR	1,291986	<i>Aggressive Stock</i>
KLBF	1,241494	<i>Aggressive Stock</i>
LPPF	1,31568	<i>Aggressive Stock</i>

Kode	(β)	Keterangan
PGAS	1,746226	<i>Aggressive Stock</i>
PTBA	1,562003	<i>Aggressive Stock</i>
PTPP	1,605064	<i>Aggressive Stock</i>
SCMA	1,34342	<i>Aggressive Stock</i>
SMGR	1,517805	<i>Aggressive Stock</i>
SMRA	2,274542	<i>Aggressive Stock</i>
TLKM	0,612905	<i>Defensive Stock</i>
TPIA	0,391521	<i>Defensive Stock</i>
UNTR	0,788393	<i>Defensive Stock</i>
UNVR	0,675508	<i>Defensive Stock</i>
WIKA	1,86068	<i>Aggressive Stock</i>
WSBP	1,893831	<i>Aggressive Stock</i>

Sumber: id.investing.com (Data diolah)

Berdasarkan Tabel 1.1 diatas, dari 30 perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII) terdapat 8 perusahaan yang termasuk *Defensive Stocks* atau Saham Defensif. Hal tersebut dapat dilihat dari hasil angka beta (β) yang menunjukkan dibawah 1 (satu). Menurut Novy dalam skripsi Prihanantyo (2015) mengartikan *Defensive Stock* sendiri merupakan saham yang betanya rendah (dibawah 1). Besaran angka beta menunjukkan besaran perubahan return suatu saham terhadap pasar, sedangkan investor institusi pada umumnya lebih memilih saham dengan beta. 8 perusahaan tersebut antara lain: PT AKR Corporindo Tbk

(AKRA), PT Aneka Tambang Tbk (ANTM), PT XL Axiata Tbk (EXCL), PT Indofood Cbp Sukses Makmur Tbk (ICBP), PT Telekomunikasi Indonesia Persero (TLKM), PT Chandra Asri Petrochemical Tbk (TPIA), PT United Tractors Tbk (UNTR), PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR).

Gambar 1.2 Pergerakan IHSG selama 1 tahun terakhir



Sumber: id.investing.com

Dalam Grafik 1.2 dapat dilihat bahwa pergerakan pasar saham pada tahun 2018 mengalami fluktuasi. Hal ini dapat dilihat pada bulan Januari 2018 IHSG mencapai titik tertinggi yaitu 6675, dan pada Juli 2018 IHSG mencapai titik terendahnya yaitu 5628 atau turun sebesar 18,6%. Fluktuasi yang terjadi pada pasar saham yakni IHSG akan mempengaruhi return saham, karena IHSG merupakan indikator kinerja perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Pergerakan suatu indeks tentu dipengaruhi oleh harga saham yang masuk didalam indeks tersebut. Harga saham yang fluktuatif tentu dapat mempengaruhi return saham yang dimiliki oleh investor. Ada dua hal yang dapat mempengaruhi harga saham baik yang bersifat makroekonomi atau mikroekonomi. Faktor makro terdiri dari valuta asing, suku bunga, kurs, harga minyak dunia, dan indeks bursa dunia akan mempengaruhi indeks harga saham di negara yang bersangkutan (Samsul, 2008), Sedangkan faktor mikro melihat dari fundamental perusahaan yang bersangkutan dengan variabel seperti debt equity ratio, earning per share, rasio deviden dan rasio keuangan lainnya. Selain itu, perilaku investor akan memberikan pengaruh terhadap pergerakan harga saham seperti pemilihan instrument investasi lainnya seperti emas. (Sembel, 2008). Dalam pasar modal syariah, indeks saham syariah memiliki keunggulan dibandingkan dengan indeks saham konvensional yakni indeks syariah lebih tahan terhadap krisis dan kinerja mampu mengguli indeks saham konvensional (Kurniawan dan Asandimitra, 2013)

Lingkungan makroekonomi merupakan lingkungan yang mempengaruhi operasi perusahaan sehari-hari. Seorang investor harus memperhatikan beberapa indikator makro ekonomi yang bisa membantu mereka mengetahui kondisi ekonomi makro. Beberapa faktor moneter dan variabel makroekonomi yang mempengaruhi kegiatan investasi saham disuatu negara diantaranya, seperti tingkat imbalan Sertifikat Bank Indonesia Syariah, dan tingkat laju pertumbuhan inflasi.

Faktor makroekonomi yang pertama adalah inflasi. Inflasi yang berlebihan dapat merugikan perekonomian secara keseluruhan yaitu dapat membuat perusahaan menghadapi risiko kebangkrutan. Inflasi yang tinggi akan menjatuhkan harga saham di pasar. Sementara inflasi yang rendah akan berakibat

pertumbuhan ekonomi yang sangat lamban dan pada akhirnya harga saham juga bergerak dengan lamban.

Faktor makroekonomi kedua adalah pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi merupakan proses dimana produksi sebuah negara terus meningkat secara berkesinambungan selama periode tertentu menjadi lebih baik. Pertumbuhan ekonomi sendiri merupakan salah satu indikasi bahwa pembangunan sebuah negara berhasil. Dengan melihat Produk Domestik Bruto (PDB) dari tahun ke tahun merupakan cara mengukur pertumbuhan ekonomi sebuah negara. Kestabilan ekonomi merupakan salah satu indikator pertumbuhan ekonomi, dengan stabilnya ekonomi maka perkembangan perusahaan juga akan meningkat mengikuti pertumbuhan ekonomi, begitu juga dengan return saham tersebut. Dalam penelitiannya Sholikin, Muhamad (2016), mengungkapkan bahwa pertumbuhan PDB memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap harga saham. Sedangkan menurut Suramya (2012), Pertumbuhan PDB tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG.

Faktor makroekonomi ketiga adalah SBIS. Tingkat imbalan SBIS mempunyai peranan juga terhadap harga saham. Menurut Peraturan Bank Indonesia Nomor 10/11/PBI/2008, SBIS adalah surat berharga berdasarkan prinsip syariah berjangka waktu pendek dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. SBIS diterbitkan sebagai salah satu instrumen Operasi Pasar Terbuka (OPT) dalam rangka pengendalian moneter yang dilakukan berdasarkan prinsip syariah dengan menggunakan akad *ju'alah*. Konsep mengenai BI *Rate* sebagai *policy rate* atau suku bunga kebijakan memang lekat dengan tingkat imbalan SBIS sebagai instrumen operasinya. Yang satu sebagai sinyal, sementara yang satu sebagai pelaksanaannya. Jika Bank Indonesia mengumumkan BI *Rate*

pada saat ini sebesar 6,75 persen, maka tingkat imbalan SBIS juga sebesar 6,75 persen. Hal ini juga berarti mempengaruhi suku bunga pasar sebesar 6,75 persen.

Ketika ada kenaikan tingkat imbalan SBIS maka pendapatan saham akan cenderung menurun. Jika tingkat imbalan SBIS mengalami peningkatan, maka suku bunga simpanan juga meningkat, sehingga investor lebih tertarik mengalihkan dana ke pasar uang daripada berinvestasi di pasar saham. Apabila permintaan saham menurun akan berdampak pada menurunnya harga saham dan melemahkan harga saham. Tingkat suku bunga jangka panjang meningkat, maka pemegang saham cenderung menjual sahamnya karena harga jual saham yang tinggi. Kenaikan suku bunga akan sangat berpengaruh bagi pelaku pasar modal. Kenaikan tingkat suku bunga dapat meningkatkan beban perusahaan (*emiten*) yang lebih lanjut dapat menurunkan harga saham. Dari beberapa penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi tingkat imbalan SBIS, maka para investor cenderung mengalihkan investasinya dari saham ke instrument pasar uang. Dengan demikian tingkat imbalan SBIS akan berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Faktor makroekonomi yang terakhir adalah sukuk. Sukuk adalah instrumen investasi pendapatan tetap yang berupa sertifikat hutang dan bisa dibilang mirip dengan obligasi. Menurut Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP-181/BL/2009 sukuk adalah efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisah atau tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat, dan jasa atas aset proyek tertentu atau investasi tertentu.

Penerbitan sukuk dapat dilakukan oleh pemerintah maupun korporasi (swasta). Tujuan dari penerbitan sukuk antara lain adalah membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) termasuk membiayai pembangunan

proyek. Selain itu, menurut Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang SBSN dijelaskan bahwa sukuk dapat disebut instrumen kebijakan moneter di Indonesia. Dalam penerbitannya, pemerintah diharuskan mengadakan koordinasi dengan Bank Indonesia pada saat merencanakan SBSN. Koordinasi ini dimaksudkan untuk mengevaluasi implikasi moneter dari penerbitan Surat Berharga Negara, agar keselarasan antar kebijakan fiskal, termasuk manajemen utang, dan kebijakan moneter dapat tercapai. Beberapa penelitian mengungkapkan bahwa hubungan antara saham dan obligasi berkorelasi kuat. Sebuah studi mengungkapkan bahwa hubungan antara harga saham dan obligasi dapat berupa positif dan negatif. Andersson (2006) berpendapat bahwa korelasi antara saham dan obligasi dapat bervariasi dari waktu ke waktu, yang dimana korelasi tersebut dapat positif dan dengan cepat berubah negatif dikarenakan adanya alokasi aset dan prosedur manajemen risiko dari investor. Skenario tersebut secara spesifik menjelaskan dan hanya berlaku dalam *western market*. dan studi kali ini mencoba mengungkapkan bagaimana reaksi pasar saham dapat diaplikasikan dalam surat utang Islam (*sukuk*).

Faktor mikroekonomi yang pertama adalah *Earning per Share* (EPS). EPS merupakan komponen penting pertama yang harus diperhatikan dalam menilai kinerja keuangan suatu perusahaan, karena dengan mengetahui informasi EPS dari laporan keuangan suatu perusahaan, akan dapat diprediksikan besarnya laba bersih perusahaan yang siap untuk dibagikan kepada pemegang saham (investor). *Earning per-Share* (EPS) atau pendapatan per lembar saham adalah bentuk pemberian keuntungan yang diberikan kepada para pemegang saham dari setiap lembar saham yang dimiliki, (Kasmir, 2008). Makin besar *price earning ratio* suatu saham maka harga saham tersebut akan semakin mahal terhadap pendapatan bersih per-sahamnya. Angka rasio ini biasanya digunakan investor untuk

memprediksi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba di masa yang akan datang, (Prastowo, 2002). Semakin tinggi nilai rasio EPS semakin tinggi pula *return* per lembar saham yang akan diperoleh investor.

Faktor mikroekonomi lainnya yang diperhatikan dalam mengambil keputusan investasi pada *defensive stocks* adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). DER dipilih berdasarkan penelitian yang dilakukan Novy (2016) yang menyatakan bahwa salah satu alat pengukur dari kinerja *defensive stocks* dengan melihat *leverage* dari perusahaan tersebut. Rasio DER merupakan salah satu pengukuran *leverage* dimana DER dapat digunakan untuk menghitung kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Dianata (2003) mendefinisikan DER sebagai rasio yang menggambarkan sampai sejauh mana modal pemilik dapat menutupi hutang-hutang pada pihak luar. DER merupakan rasio yang menunjukkan sampai sejauh mana modal dari pemilik dapat menutupi kewajiban-kewajiban jangka panjang kepada pihak luar dan merupakan rasio yang mengukur hingga sejauh mana perusahaan dibiayai dari hutang jangka panjang.

DER merupakan rasio untuk mengukur seberapa bagus struktur permodalan perusahaan. Tingkat DER yang tinggi pada suatu perusahaan dapat mencerminkan tingginya total hutang dibandingkan dengan total modal perusahaan itu sendiri. Dengan demikian dapat diartikan bahwa apabila nilai DER dari suatu perusahaan tinggi maka beban perusahaan terhadap kreditur tinggi, sehingga menurunkan minat seorang investor untuk menanamkan modalnya dikarenakan besarnya ketergantungan perusahaan pada pihak eksternal. Dapat disimpulkan bahwa DER yang tinggi akan menurunkan *return defensive stocks* karena semakin berkurangnya kepercayaan investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Dalam Teori Modigliani-Miller terdapat proposisi, yaitu dunia tanpa pajak (*no-tax case*) proposisi ini mengasumsikan keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pemberlakuan pajak sehingga nilai perusahaan yang menggunakan utang dengan perusahaan yang tidak menggunakan utang menjadi sama. Proposisi berikutnya adalah dunia dengan pajak (*tax case*) dalam proposisi ini mengasumsikan bahwa pasar modal sempurna dan diberlakukan pajak. Implikasinya adalah penggunaan utang dalam struktur modal menjadi sangat menguntungkan karena adanya *tax shield*. Sehingga nilai perusahaan yang menggunakan utang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak menggunakan utang.

Agar investor dapat memaksimalkan tingkat *return* sebelum memutuskan untuk berinvestasi perlu dilakukan penelitian lebih lanjut mengenai inflasi, sertifikat Bank Indonesia Syariah, *earning per share*, *debt equity ratio* sebagai bahan pertimbangan dalam memilih berinvestasi pada jenis saham *defensive stocks* maka penulis tertarik mengadakan penelitian dengan judul **“PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI DAN MIKROEKONOMI TERHADAP RETURN DEFENSIVE STOCK YANG TERDAFTAR PADA JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII) PERIODE 2014-2018”**

1.2 Rumusan Masalah

Rumusan masalah yang dapat diangkat berdasarkan latar belakang penelitian yaitu. Bagaimana pengaruh Variabel Makroekonomi dan Mikroekonomi terhadap *Return Defensive Stock* yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*.

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis bagaimana pengaruh Variabel Makroekonomi dan Mikroekonomi terhadap *Return Defensive Stock* yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Manfaat bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan atau informasi bagi investor yang ingin berinvestasi di Bursa Efek Indonesia dengan mempertimbangkan informasi terkait Makroekonomi dan Mikroekonomi dalam pengambilan keputusan investasi mereka. Sehingga para investor dapat meminimalisir risiko investasi mereka.

1.4.2 Manfaat bagi Perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat ke perusahaan dengan memberikan informasi terkait pengaruh variabel makroekonomi dan mikroekonomi dalam pengambilan keputusan manajemen dalam mengelola perusahaan kedepannya dengan keadaan makroekonomi dan mikroekonomi yang terus bergerak.

1.4.3 Manfaat bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat menambah bukti empiris dari penelitian-penelitian sebelumnya mengenai faktor makroekonomi dengan penambahan faktor internal lain yang dapat berpengaruh pada *Jakarta Islamic Index* di Bursa Efek Indonesia.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Investasi

2.1.1.1 Pengertian Investasi

Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang (Tandelilin, 2001).

Harapan keuntungan tersebut pada dasarnya merupakan kompensasi atas waktu yang harus ditanggung oleh investor dalam berinvestasi. Pada umumnya, investasi dikategorikan menjadi tiga jenis, yaitu *real assets*, *commodity assets*, dan *financial assets*. Dalam hal ini yang dibahas adalah *financial assets*, khususnya saham.

Menurut Tandelilin (2001) ada 3 hal yang menjadi tujuan investor melakukan investasi :

- a. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih baik di masa yang akan datang.
- b. Mengurangi tekanan inflasi.
- c. Dorongan untuk menghemat pajak.

Menurut Veithzal Rivai. *et al* (2013) investasi dipasar modal merupakan salah satu bidang invetasi yang sangat menarik, tetapi tergolong berisiko tinggi adalah investasi saham (investasi di pasar modal). Saham-sahamnya tergolong berisiko tinggi karena sifat komoditinya yang sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi, baik perubahan di luar negeri maupun dalam negeri, makro ekonomi, kebijakan pemerintah, dan perusahaan itu sendiri.

Keuntungan dan kerugian membeli saham bagi pemodal adalah sebagai berikut :

a. Keuntungan

- 1) *Capital gain*, yaitu keuntungan dari hasil jual beli saham berupa selisih antara nilai jual yang lebih tinggi daripada nilai beli saham.
- 2) Dividen, yaitu bagian keuntungan perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham.
- 3) Saham perusahaan seperti tanah atau aktiva berharga sejenis, nilainya akan meningkat sejalan dengan waktu dan sejalan dengan perkembangan atau kinerja perusahaan.
- 4) Saham juga dapat dijaminkan ke bank untuk memperoleh kredit sebagai agunan tambahan dari agunan pokok.

b. Kerugian

- 1) *Capital loss*, yaitu kerugian dari hasil jual saham berupa selisih antara nilai jual yang lebih rendah daripada nilai beli saham.
- 2) *Opportunity loss*, yaitu kerugian berupa selisih suku bunga deposito dikurangi dengan total hasil yang diperoleh dari investasi saham.
- 3) Kerugian karena perusahaan dilikuidasi, tetapi nilai likuidasinya lebih rendah dari harga beli saham.

2.1.1.2 Investasi Dalam Pandangan Islam

Pada dasarnya Islam sangat menganjurkan umatnya untuk melakukan aktivitas ekonomi dengan cara yang baik dan benar, serta melarang menimbun barang dan membiarkan hartanya tidak produktif. Investasi dalam Islam pada dasarnya adalah bentuk aktif dari ekonomi syariah. Dalam Islam setiap harta adalah zakat, jika harta tersebut didiamkan maka lambat laun akan termakan oleh

zakat dimana salah satu hikmah dari zakat tersebut adalah mendorong setiap muslim untuk menginvestasikan hartanya agar bertambah (Aziz, 2010).

Islam mendorong aktivitas investasi sebagai sarana untuk mengembangkan modal atau harta. Maksud dari investasi adalah menanam modal dengan tujuan menambah keuntungan dan mencari kelebihan nikmat Allah.

Adapun prinsip-prinsip investasi dalam syariah yaitu:

1) Halal

Halal disini dimaksudkan yaitu investasi yang dimaksud harus terhindar dari bisnis-bisnis yang bertentangan dengan syariat Islam (haram). Adapun bisnis-bisnis yang tergolong haram yaitu seperti: industri alkohol, industri pornografi, judi dll. Selain itu prosedur yang terkait didalamnya juga harus terhindar dari prosedur yang haram.

2) Masalah

Masalah merupakan segala bentuk kebaikan yang berdimensi duniawi dan ukhrawi, material dan spiritual serta individual dan kolektif serta harus memenuhi tiga unsur yakni kepatuhan syariah, bermanfaat dan membawa kebaikan (thoyib) dalam semua aspek secara keseluruhan yang tidak menimbulkan kemudharatan (Ahmad Ifham Sholihin, 2010: 498) dalam (Ilyas, 2015)

2.1.2 Pasar Modal

2.1.2.1 Pengertian Pasar Modal

Pasar modal merupakan indikator kemajuan perekonomian suatu negara serta menunjang perkembangan ekonomi negara yang bersangkutan. Pasar modal muncul sebagai alternatif bagi pembiayaan jangka panjang.

Pasar modal adalah pasar keuangan untuk saham dan utang jangka menengah dan jangka panjang (satu tahun atau lebih lama). (Rodoni&Ali, 2010:).

Ahmad Rodoni (2008) pasar modal (capital market) adalah pasar keuangan untuk dana-dana jangka panjang (dana yang jatuh temponya lebih dari satu tahun) dan merupakan pasar yang konkrit.

Pasar modal dalam arti sempit adalah suatu tempat yang terorganisir dimana efek-efek yang diperdagangkan yang disebut Bursa Efek. Bursa Efek (stock exchange) adalah suatu sistem yang terorganisasi yang mempertemukan penjual dan pembeli efek yang dilakukan baik secara langsung maupun dengan melalui wakil-wakilnya. Fungsi Bursa efek sendiri antara lain adalah menjaga kontinuitas pasar dan menciptakan harga efek yang wajar melalui mekanisme permintaan dan penawaran. (Dahlan Siamat, 2004)

Ahmad Kamarudin (2003) mengartikan pasar modal sebagai sarana pembentuk modal dan akumulasi dana yang diarahkan untuk meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pengarahannya guna menunjang pembiayaan pembangunan nasional.

Block (2002) *capital markets, competitive markets for equity securities or debt securities with maturities of more than one year. The best examples of capital market securities are common stock, bonds, and preferred stock.*

Fabozzi (1999) pasar modal merupakan pasar keuangan bagi instrumen-instrumen ekuitas dan instrumen-instrumen utang yang jatuh tempo lebih dari satu tahun.

Suad Husnan (1993) secara formal pasar modal bisa didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, public authorities, maupun perusahaan swasta.

Sedangkan menurut UU No.8 tahun 1995 tentang pasar modal adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka.

2.1.2.2 Instrumen Pasar Modal

Menurut Rodoni (2005) ada beberapa instrumen pasar modal yang biasa diperdagangkan, yaitu:

a. Saham Biasa (Common Stock)

Saham biasa dapat didefinisikan sebagai bukti tanda kepemilikan atas suatu perusahaan. Wujud saham adalah selebar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan kertas tersebut.

b. Saham Preferen (Preferred Stock)

Saham preferen merupakan saham yang akan menerima dividen dalam jumlah yang tetap, dan merupakan saham yang memiliki karakteristik gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena bisa menghasilkan pendapatan yang tetap (seperti bunga), tetapi juga bisa mendatangkan hasil seperti yang dikehendaki investor.

c. Obligasi (Bond)

Obligasi merupakan surat tanda utang jangka panjang yang diterbitkan oleh perusahaan ataupun pemerintah. Penerbit membayar bunga atas obligasi tersebut pada tanggal-tanggal yang telah ditentukan secara periodik, dan pada akhirnya menebus nilai utang tersebut pada saat jatuh tempo dengan mengembalikan jumlah pokok pinjaman ditambah bunga yang terutang.

d. Obligasi Konversi (Convertible Bond)

Obligasi konversi adalah obligasi yang dapat dikonversikan (ditukar) menjadi saham biasa pada waktu tertentu atau sesudahnya.

e. Right

Right merupakan sekuritas yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli saham baru dengan harga tertentu. Sertifikat ini diberikan kepada pemegang saham lama sewaktu melakukan penawaran umum terbatas kepada para pemegang saham lama.

f. Warant

Warant merupakan sekuritas yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham dari perusahaan yang menerbitkan waran tersebut dengan harga tertentu pada waktu tertentu. Warant biasanya diberikan sebagai "pemanis" penerbit obligasi dengan coupon rate yang lebih rendah dari tingkat keuntungan umum yang berlaku.

2.1.2.3 Fungsi Pasar Modal

Menurut Ahmad Kamarudin (2003) fungsi pasar modal antara lain:

- a. Menciptakan pasar secara terus menerus bagi efek yang telah ditawarkan kepada masyarakat.
- b. Menciptakan harga yang wajar bagi efek yang bersangkutan melalui mekanisme penawaran dan permintaan.
- c. Untuk membantu dalam pembelanjaan dunia usaha.

2.1.2.4 Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah (*Islamic Stock Exchange*) adalah kegiatan yang berhubungan dengan perdagangan efek syariah perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga profesi yang berkaitan dengannya, dimana semua produk dan mekanisme operasionalnya berjalan tidak

bertentangan dengan hukum muamalat islamiyah. Pasar modal syariah dapat juga diartikan adalah pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah. (Hamid, 2009)

Langkah awal perkembangan pasar modal syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya reksa dana syariah pada 25 Juni 1997 diikuti dengan diterbitkannya obligasi syariah pada akhir 2002. Sedangkan untuk pasar saham syariah di Indonesia mulai dirintis sejak diluncurkannya indeks harga saham berdasarkan prinsip syariah pada tanggal 3 juli 2000, yang disebut sebagai *Jakarta Islamic Index* (JII).

Fungsi dari keberadaan pasar modal syariah adalah sebagai berikut: (Hamid, 2009)

- 1) Memungkinkan bagi masyarakat untuk berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya.
- 2) Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya.
- 3) Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas.
- 4) Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional.
- 5) Memungkinkan investasi pada ekonomi yang ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.

2.1.3 Jakarta Islamic Index (JII)

Indeks syariah atau biasa dikenal dengan *Jakarta Islamic Index* merupakan kumpulan indeks saham beberapa perusahaan yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip syariah.

Perhitungan saham syariah pada JII dilakukan PT Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan metode perhitungan indeks yang ditetapkan dengan menggunakan metode perhitungan indeks yang ditetapkan dengan bobot kapitalisasi pasar (*Market Capitalization Weighed*). Perhitungan ini mencakup penyesuaian-penyesuaian yang dilakukan oleh adanya perubahan terhadap data emiten yaitu *corporate action*. JII menggunakan tanggal perhitungan 1 Januari 1995 dengan nilai awal 100. Dengan indeks ini diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan investasi secara syariah.

Ruang lingkup kegiatan usaha emiten yang bertentangan dengan prinsip hukum syariah Islam adalah :

- a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- b. Usaha lembaga keuangan konvensional yang mengandung unsur ribawi termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
- c. Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.
- d. Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Sesuai dengan pedoman yang ditetapkan dalam menentukan kriteria saham-saham emiten yang menjadi komponen daripada *Jakarta Islamic Index* tersebut adalah :

- a. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip hukum syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 (tiga) bulan (kecuali bila termasuk di dalam saham-saham 10 berkapitalisasi besar)

- b. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahunan berakhir yang memiliki kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90% (sembilan puluh persen).
- c. Memilih 60 (enam puluh) saham dari susunan di atas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (*market capitalization*) terbesar selama satu tahun terakhir.
- d. Memilih 30 (tiga puluh) saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan selama satu tahun terakhir. Tiga puluh saham ini yang menjadi saham yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*.

Pengkajian ulang akan dilakukan 6 (enam) bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan juli setiap tahunnya. Sedangkan perubahan pada jenis usaha akan di-*monitoring* secara terus menerus berdasarkan data publik yang tersedia.

Berdasarkan pengumuman Bursa Efek Indonesia No.: Peng-00899/BEI.OPP/11-2018 pada tanggal 3 Desember 2018. Berikut ini merupakan daftar saham yang masuk dalam perhitungan Jakarta Islamic Index (JII) :

Tabel 2.1 Nama Perusahaan yang Tercatat pada Saham JII

No	Kode	Nama Saham	Keterangan
1	ADRO	Adaro Energy Tbk.	Tetap
2	AKRA	AKR Corporindo Tbk.	Tetap
3	ANTM	Aneka Tambah (Persero) Tbk.	Tetap
4	ASII	Astra Internastional Tbk.	Tetap
5	BRPT	Barito Pacific Tbk.	Tetap
6	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.	Tetap

No	Kode	Nama Saham	Keterangan
7	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	Baru
8	CTRA	Ciputra Development Tbk.	Tetap
9	EXCL	XL Axiata Tbk.	Tetap
10	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.	Tetap
11	INCO	Vale Indonesia Tbk.	Tetap
12	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	Tetap
13	INDY	Indika Energy Tbk.	Tetap
14	INTP	Indocement Tunggul Prakasa Tbk.	Tetap
15	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.	Tetap
16	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk.	Baru
17	KLBF	Kalbe Farma Tbk.	Tetap
18	LPPF	Matahari Department Store Tbk.	Tetap
19	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.	Tetap
20	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk.	Tetap
21	PTPP	PP (Persero) Tbk.	Tetap
22	SCMA	Surya Citra Media Tbk.	Tetap
23	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.	Tetap
24	SMRA	Summarecon Agung Tbk.	Tetap
25	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.	Tetap
26	TPIA	Chanda Asri Petrochemical Tbk.	Tetap
27	UNTR	United Tractors Tbk.	Tetap
28	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.	Tetap
29	WIKA	Wijaya Karya Tbk.	Tetap
30	WSBP	Waskita Beton Precast Tbk.	Tetap

2.1.4 Return Saham

Tingkat pengembalian (*return*) merupakan imbalan atas keberanian investor dalam menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya (Tandelilin, 2010). Definisi lain menjelaskan “*Return* adalah keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan, individu, dan institusi dari hasil kebijakan investasi yang dilakukannya”. Fahmi (2012) dan Jogiyanto (2010) berpendapat “*return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi, *return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang”. Menurut Jogiyanto (2010) ada dua macam jenis *return*, yaitu:

1) *Return* Ekspektasi (*expected return*)

Merupakan *return* yang digunakan untuk pengembalian keputusan investasi. *Return* ini penting dibandingkan dengan *return* historis karena *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang dilakukan

2) *Return* Realisasi (*realized return*)

Merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi juga penting karena digunakan sebagai salah satu pengukuran kinerja dari perusahaan (emiten). *Return* historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan risiko dimasa yang akan datang.

Return total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu. *Return* total tersebut terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield* (Jogiyanto, 2010).

$$\text{Return Capital Gain (Loss) + Yield}$$

Capital gain atau *capital loss* merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu. *Capital gain* atau *capital loss* dapat dihitung dengan:

$$\text{Capital Gain (Loss)} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Jika harga investasi sekarang (P_t) lebih tinggi dari harga investasi periode lalu (P_{t-1}) ini berarti terjadi keuntungan modal (*capital gain*), sebaliknya terjadi kerugian modal (*capital loss*).

Menurut Halim (2005) *Return* saham *defensive* (*Defensive stock*) merupakan *return* dari saham-saham yang mempunyai kriteria beta (risiko) suatu saham lebih kecil dari satu, berarti saham tersebut memiliki risiko lebih rendah dari risiko rata-rata pasar, sedangkan Indah dan Amalia (2013) berpendapat disebut sebagai saham *defensive* karena memiliki beta lebih kecil daripada yang terjadi dipasar, artinya saham saham memiliki *return* yang kurang berfluktuatif dengan perubahan *return* pasar.

Menurut Halim (2005) *Return* saham *aggressive* (*aggressive stock*) merupakan *return* dari saham-saham yang mempunyai kriteria beta (risiko) suatu saham lebih besar dari satu, berarti saham tersebut memiliki risiko lebih tinggi dari risiko rata-rata pasar sedangkan Indah dan Amalia (2013) berpendapat disebut sebagai saham *aggressive* karena tingkat pengembalian saham (*return of stock*) lebih besar dari pada yang terjadi di pasar, artinya saham memiliki *return* yang berfluktuatif dengan perubahan *return* pasar.

Sebelum memulai investasi dipasar modal, investor harus mengetahui dan mampu menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan return, baik dari sisi fundamental maupun teknikal. Faktor teknikal adalah faktor-faktor yang

tergambar dari pergerakan transaksi yang terjadi pasar. Faktor fundamental merupakan faktor-faktor dasar yang dapat dilihat dari kinerja keuangan perusahaan. Selain dari faktor fundamental dan teknikal investor juga harus mampu memperhitungan risiko agar risiko yang ditanggung oleh para investor sebanding dengan tingkat *return* yang akan didapatkan.

2.1.5 Beta Saham

Beta merupakan suatu pengukur volatilitas (volatility) return suatu sekuritas atau return portofolio terhadap return pasar. Beta sekuritas ke-*i* mengukur volatilitas return sekuritas ke-*i* dengan return pasar. Beta merupakan pengukur risiko sistematis (systematic risk) dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar. Volatilitas dapat didefinisikan sebagai fluktuasi dari return-return suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Jika fluktuasi return-return sekuritas atau portofolio secara statistik mengikuti fluktuasi dari return-return pasar maka beta dari sekuritas atau portofolio tersebut dikatakan bernilai 1. Karena fluktuasi juga sebagai pengukur dari risiko maka beta bernilai 1 menunjukkan bahwa risiko sistematis suatu sekuritas atau portofolio sama dengan risiko pasar. (Jogiyanto,2008).

Beta dapat diestimasi dengan menggunakan Model Indeks Tunggal (*Single Index Model*). Peran beta dalam manajemen portofolio pada dasarnya terbagi menjadi tiga peran utama (Barra, 1998) yang dikutip oleh Deny Suryo Utomo (2006) yaitu:

- 1) Meramalkan risiko sistematis portofolio
- 2) Ukuran risiko sistematis yang terjadi
- 3) Meramalkan return yang diharapkan dari suatu portofolio

Beta juga dapat dibedakan menurut macamnya, yaitu beta pasar, beta akuntansi, dan beta fundamental (Jogiyanto, 2008).

1) Beta Pasar

Beta pasar dapat diestimasi dengan mengumpulkan nilai-nilai historis return dari sekuritas dan return dari pasar selama periode tertentu.

2) Beta Akuntansi

Beta yang dihitung dengan menggunakan data histories berupa data akuntansi (laba perusahaan dan laba indeks pasar).

3) Beta Fundamental

Beta yang dihitung dengan menggunakan data historis berupa beta fundamental (variable fundamental perusahaan).

Menurut Jogiyanto (2000) beta mempunyai konsep yang ditentukan sebagai berikut :

- 1) Saham yang memiliki nilai beta lebih kecil dari satu ($\beta < 1$) dikatakan berisiko lebih kecil dari risiko portofolio pasar sehingga return yang diperoleh lebih kecil dari return portofolio pasar.
- 2) Saham yang memiliki nilai beta sama dengan satu ($\beta = 1$) dikatakan memiliki risiko yang sama dengan risiko portofolio pasar sehingga return yang diperoleh sama dengan return portofolio pasar.
- 3) Saham yang memiliki nilai beta lebih besar dari satu ($\beta > 1$) dikatakan lebih berisiko daripada risiko portofolio pasar sehingga return yang diperoleh lebih besar daripada return portofolio pasar.

Menurut Husnan (1998) besarnya beta dari suatu saham memiliki arti sebagai berikut :

- 1) Saham-saham yang memiliki beta lebih dari satu ($\beta > 1$) disebut saham agresif (agresif stock), karena saham tersebut merupakan saham yang sangat peka terhadap perubahan pasar. Kalau terjadi perubahan (baik naik maupun turun) tingkat keuntungan saham-saham tersebut berubah dengan arah yang sama lebih dari 10%.
- 2) Saham-saham yang memiliki beta lebih kecil dari satu ($\beta < 1$) disebut saham defensive (defensive stock), yaitu saham yang kurang peka terhadap perubahan pasar. Kalau terjadi perubahan (baik naik maupun turun) tingkat keuntungan portofolio pasar sebesar 10% maka tingkat keuntungan saham tersebut berubah dengan arah yang sama sebesar kurang dari 10%.
- 3) Saham-saham yang memiliki beta sama dengan satu ($\beta = 1$) disebut sebagai saham netral (neutral stock), yaitu saham yang cenderung akan bergerak atau berubah mengikuti perubahan pasar secara sempurna. Kalau terjadi perubahan (baik naik maupun turun) tingkat keuntungan portofolio pasar sebesar 10% maka tingkat keuntungan saham tersebut berubah dengan arah dan besar yang sama yaitu 10%.

Menurut Husnan (2005) mengidentifikasi bahwa ada beberapa faktor yang mempengaruhi beta, diantaranya ialah:

- 1) Siklikalitas (Cyclicality), faktor ini mempengaruhi seberapa jauh suatu perusahaan dipengaruhi oleh konjungtor perekonomian. Perusahaan sangat peka terhadap perubahan kondisi perekonomian, merupakan perusahaan yang memiliki nilai beta tinggi, dan begitu juga sebaliknya.
- 2) Operating leverage, faktor ini memperlihatkan proporsi biaya perusahaan yang merupakan biaya tetap. Semakin besar proporsinya maka semakin

besar operating leverage-nya. Perusahaan yang mempunyai operating leverage tinggi cenderung memiliki beta yang tinggi, dan sebaliknya.

- 3) Financial leverage, perusahaan yang menggunakan hutang adalah perusahaan yang mempunyai financial leverage. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan dalam struktur modal, berarti semakin besar financial leverage. Semakin besar proporsi hutang yang dipergunakan perusahaan, pemilik modal akan menanggung risiko yang semakin besar. Karena itu semakin tinggi financial leverage semakin tinggi juga nilai beta.

2.1.6 Makroekonomi

Ilmu makroekonomi merupakan salah satu cabang dari ilmu ekonomi. Makroekonomi berfokus pada perilaku dan kebijakan ekonomi yang dimana dapat mempengaruhi tingkat konsumsi dan investasi neraca perdagangan dan pembayaran suatu negara, faktor-faktor penting yang mempengaruhi perubahan harga, upah, kebijakan fiskal dan moneter, jumlah uang yang beredar, tingkat suku bunga dan jumlah hutang negara. Secara singkat dapat dikatakan bahwa makroekonomi sangat memperhatikan bagaimana interaksi antara tenaga kerja, perputaran barang, dan aset-aset ekonomi yang mengakibatkan terjadinya kegiatan perdagangan antara tiap individu atau negara (Dornbusch, 2006). Kondisi makroekonomi suatu negara merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan—perusahaan yang ada di negara tersebut. Adapun menurut Samsul (2008) faktor-faktor makroekonomi yang secara langsung dapat mempengaruhi kinerja saham atau perusahaan antara lain :

- 1) Tingkat suku bunga
- 2) Kurs valuta asing
- 3) Kondisi perekonomian internasional
- 4) Siklus ekonomi suatu negara

- 5) Tingkat inflasi
- 6) Peraturan perpajakan
- 7) Jumlah uang yang beredar

Ketika kondisi makroekonomi di suatu negara mengalami perubahan, investor akan mengalkulasikan dampaknya terhadap kinerja perusahaan di masa depan, kemudian dapat mengambil keputusan apakah membeli atau menjual saham perusahaan yang bersangkutan. Aksi jual dan beli ini mengakibatkan permintaan dan penawaran yang secara langsung dapat mempengaruhi harga saham dan secara tidak langsung akan mempengaruhi indeks pasar modal di negara tersebut.

Adapun faktor-faktor yang dipilih dalam penelitian kali ini adalah sebagai berikut :

2.1.6.1 Inflasi

Menurut Tandelilin (2001) inflasi adalah kecenderungan terjadinya peningkatan harga produk-produk secara keseluruhan. Inflasi merupakan fenomena ekonomi yang luas dampaknya terhadap makroekonomi secara agregat: pertumbuhan ekonomi, keseimbangan eksternal, daya saing, tingkat bunga, dan bahkan distribusi pendapatan. Kenaikan tingkat harga (inflasi) yang tinggi dapat menyebabkan :

- a. Memburuknya distribusi pendapatan
- b. Berkurangnya tabungan domestik yang merupakan sumber dana investasi bagi Negara berkembang
- c. Terjadinya defisit dalam neraca perdagangan serta meningkatkan besarnya utang luar negeri.
- d. Timbulnya ketidakstabilan politik.

Inflasi adalah gejala kenaikan harga barang-barang yang bersifat umum dan terus-menerus. Dari definisi ini, ada tiga komponen yang harus dipenuhi agar dapat dikatakan terjadi inflasi :

- a. Kenaikan harga
- b. Bersifat umum
- c. Berlangsungnya terus-menerus

Menurut Putong (2002) Inflasi dapat dibedakan menjadi tiga jenis, antara lain :

- a. Menurut sifatnya, Inflasi dibagi menjadi empat kategori, yaitu:
 - 1) Inflasi rendah, apabila besarnya kurang dari 10%
 - 2) Inflasi menengah, apabila inflasi berkisar 10-30% per tahun. Inflasi ini ditandai oleh naiknya harga-harga secara cepat dan relatif tinggi
 - 3) Inflasi berat, apabila besarnya 30-100% per tahun ditandai dengan harga secara umum naik dan berubah
 - 4) Inflasi sangat tinggi, yaitu inflasi yang besarnya diatas 100%. Dalam kondisi ini masyarakat tidak ingin lagi menyimpan uang, karena nilainya yang merosot tajam dan masyarakat beranggapan lebih baik menukarkan dengan barang
- b. Inflasi jika dilihat dari penyebabnya, yaitu:

Demand Pull Inflation. Inflasi yang timbul karena adanya permintaan keseluruhan yang tinggi di satu pihak. Dimana pihak lain atau kondisi produksi telah mencapai kesempatan kerja penuh (full employment, akibatnya terjadi kelebihan permintaan sehingga menyebabkan harga barang naik. Dalam kondisi ini produsen dihadapkan dengan dua pilihan, yakni dengan menaikkan harganya secara langsung atau menyerahkan mekanisme kenaikan harga pada pasar (karena tarik-menarik permintaan dan penawaran).

- c. Inflasi dibagi menjadi dua apabila dilihat dari asalnya, yaitu :

- 1) Inflasi yang berasal dari dalam negeri, inflasi yang timbul karena terjadinya defisit dalam pembiayaan dan belanja negara yang terlihat dari APBN. Untuk mengatasinya pemerintah mencetak uang baru
- 2) Inflasi yang berasal dari luar negeri. Karena negara-negara telah menjalin kerja sama atau mitra dagang dengan negara yang mengalami inflasi yang tinggi. Maka ongkos produksi bagi negara yang mengimpor barang dari negara lain yang terkena inflasi akan tinggi, sehingga harga jualnya juga akan bertambah mahal

2.1.6.2 Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi adalah proses perubahan kondisi perekonomian suatu negara secara berkesinambungan menuju keadaan yang lebih baik selama periode tertentu. Pertumbuhan ekonomi dapat diartikan juga sebagai proses kenaikan kapasitas produksi suatu perekonomian yang diwujudkan dalam bentuk kenaikan pendapatan nasional. Laju pertumbuhan ekonomi adalah suatu proses menaikkan output perkapita jangka panjang. Penekanan pada proses karena mengandung unsur dinamis, perubahan dan perkembangan. Oleh karena itu pemakaian indikator pertumbuhan ekonomi akan dilihat dalam kurun waktu tertentu (Sukirno dan Sadono, 2016).

Produk Domestik Bruto (PDB) atau *Gross Domestic Product* (GDP) merupakan indikator pertumbuhan perekonomian. PDB sendiri merupakan nilai barang dan jasa yang diproduksi oleh suatu warga negara dalam periode tertentu yang menjumlahkan semua hasil dari warga negara yang bersangkutan ditambah warga negara asing yang bekerja di negara yang bersangkutan (Iskandar, 2003). PDB merupakan bagian dari pendapatan nasional dan perhitungan produk yang digunakan oleh pemerintah dalam membuat kebijakan perekonomian nasional

apakah perekonomian mengalami resesi atau inflasi, apakah kontraksi atau ekspansi (Samuelson, 2004).

Laju pertumbuhan ekonomi dapat diukur melalui perkembangan GDP.

Adapun cara perhitungannya : (Sukirno dan Sadono, 2016)

$$\Delta GDP = \frac{GDP_x - GDP_{x-1}}{GDP_{x-1}} 100\%$$

Dimana : ΔGDP = Laju pertumbuhan ekonomi

GDP = Growth Domestic Products

x-1 = Periode sebelum

2.1.6.3 Sertifikat Bank Indonesia Syariah

2.1.6.3.1 Pengertian Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)

Menurut Peraturan Bank Indonesia Nomor 10/11/PBI/2008, SBIS adalah surat berharga berdasarkan prinsip syariah berjangka waktu pendek dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. SBIS diterbitkan sebagai salah satu instrumen Operasi Pasar Terbuka (OPT) dalam rangka pengendalian moneter yang dilakukan berdasarkan prinsip syariah dengan menggunakan akad *ju'alah*. *Ju'alah* adalah suatu kontrak dimana pihak pertama menjanjikan imbalan tertentu kepada pihak kedua atas pelaksanaan suatu tugas atau pelayanan yang dilakukan pihak kedua untuk kepentingan pihak pertama. (Arifin, 2009)

Dilihat dari hukum Islam, penerbitan SBIS merupakan bagian dari kegiatan muamalah di mana pelaksanaannya di segala aspek harus memenuhi nilai-nilai Islam yang didasarkan pada sumber hukum yang utama yaitu Al-Quran dan hadits. Tingkat imbalan SBIS adalah tingkat imbalan yang mengacu pada tingkat diskonto hasil lelang SBI berjangka waktu sama.

2.1.6.3.2 Karakteristik Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)

Sertifikat Bank Indonesia Syariah memiliki karakteristik sebagai berikut:

- 1) Menggunakan akad *ju'alah*

- 2) Satuan unit sebesar Rp.1.000.000,00 (satu juta rupiah);
- 3) Berjangka waktu paling kurang 1 (satu) bulan dan paling lama 12 (dua belas bulan);
- 4) Diterbitkan tanpa warkat (*scripless*);
- 5) Dapat diagunkan kepada Bank Indojnesia; dan
- 6) Tidak dapat diperdagangkan di pasar sekunder.
- 7) Berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia, SBIS juga dapat diterbitkan dengan menggunakan akad mudharabah, musyarakah, wadiah, qardh, dan wakalah.

2.1.6.3.3 Mekanisme Transaksi SBIS

Mekanisme penerbitan Sertifikat Bank Indonesia Syari'ah adalah melalui lelang. Dalam hal penerbitan Sertifikat Bank Indonesia Syari'ah melalui lelang telah diatur dalam ketentuan Surat Edaran Bank Indonesia No.10/16/DPM pada 31 Maret 2008. Berikut prosedur pelaksanaan transaksi Sertifikat Bank Indonesia Syari'ah dengan sistem pelelangan:

- 1) Bank Indonesia memberitahukan dan menetapkan waktu pengajuan lelang (*window time*), imbalan, jangka waktu dan sebagainya kepada BUS, UUS atau pialang atas nama BUS, UUS.
- 2) BUS, UUS dan pialang atas nama BUS/UUS mengajukan penawaran pembelian Sertifikat Bank Indonesia Syari'ah ke Bank Indonesia.
- 3) Dewan Gubernur 4 memutuskan pemenang lelang.
- 4) Bank Indonesia Melakukan perhitungan tingkat imbalan SBIS melalui BI-SSSS dan mendebet saldo sekening giro pada BUS, UUS atau pialang yang memenangkan lelang SBIS tersebut.

- 5) Setelah jatuh tempo Bank Indonesia membayar SBIS tersebut dengan mengkredit rekening giro sebesar nilai nominal + imbalan dalam rangka setelmen dana.

2.1.6.4 Sukuk

Sukuk merupakan istilah baru yang diperkenalkan sebagai pengganti obligasi syariah. Menurut Ayub (2007) sukuk berasal dari Bahasa Arab, yaitu dari kata *sakk*, yang berarti dokumen atau sertifikat. Berdasarkan peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, sukuk adalah efek syariah yang berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian tidak tertentu tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'/undivided share*) atas

- 1) Aset berwujud tertentu (*dyyan maujudat*)
- 2) Nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul ayyan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang ada
- 3) Jasa (*Al khadamat*) yang ada maupun yang akan ada
- 4) Aset proyek tertentu (*maujudat masyru' muayyan*); dan atau
- 5) Kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath ististmarin khashah*)

Berdasarkan standar syariah yang dikeluarkan oleh *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) No. 17, sukuk didefinisikan sebagai sertifikat yang bernilai sama dan merupakan bukti atas bagian kepemilikan yang tak terbagi terhadap suatu aset, hak manfaat, dan jasa, atau atas kepemilikan atas investasi tertentu.

Dari beberapa definisi-definisi diatas dapat disimpulkan bahwa sukuk bukan merupakan surat utang, melainkan bukti atas suatu aset/proyek. Dengan demikian penerbitan sukuk harus mempunyai aset yang dapat dijadikan dasarnya

(*underlying aset*). Keberadaan *underlying aset* ini dapat memberikan kejelasan sumber imbal bagi hasil bagi pemegang sukuk.

Sukuk dapat dibedakan menjadi dua, yaitu: sukuk korporasi dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Sukuk korporasi adalah instrumen pendapatan tetap yang diterbitkan perusahaan berdasarkan prinsip syariah sesuai ketentuan Bapepam-LK No. IX.A.13 tentang Efek Syariah. Pendapatan sukuk korporasi sesuai dengan akad-akad yang digunakan sesuai dengan ketentuan Bapepam-LK tentang akad-akad efek syariah. Sedangkan SBSN atau Sukuk Negara adalah surat berharga yang diterbitkan pemerintah berdasarkan syariat Islam sesuai dengan Undang-Undang No.19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Setiap penerbitan sukuk harus didasari dengan *underlying aset* yang berguna sebagai klaim kepemilikan atas aset tersebut. Penggunaan dana sukuk juga harus digunakan untuk kegiatan usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip Syariah. Imbalan bagi pemilik sukuk dapat berupa bagi hasil, imbalan, margin, sesuai akad yang dipergunakan. Berikut merupakan akad-akad yang dapat dipergunakan dalam penerbitan sukuk antara lain :

- a) Mudarabah, kerja sama antara pemilik modal dengan pihak pengelola dana dimana keuntungan dibagi sesuai nisbah yang disepakati dan kerugian ditanggung pemilik dana
- b) Ijarah, sewa menyewa atas manfaat suatu barang dan jasa antara pemilik obyek sewa dengan penyewa untuk mendapatkan imbalan berupa upah bagi pemilik obyek sewa
- c) Musyarakah, kerja sama antara dua pihak atau lebih untuk usaha tertentu, dimana masing-masing pihak memberikan kontribusi dana dengan ketentuan keuntungan dibagi berdasarkan nisbah yang disepakati, sedangkan kerugian ditanggung para pemodal sesuai dengan porsi modal yang disertakan

- d) *Salam*, jual beli barang dengan cara pemesanan berdasarkan persyaratan dan kriteria tertentu yang pembayarannya tunai terlebih dahulu secara penuh
- e) *Istishna'* jual beli barang dalam bentuk pemesanan pembuatan barang berdasarkan persyaratan dan kriteria tertentu yang pembayarannya sesuai kesepakatan, boleh tunai, dicicil, atau diakhir
- f) *Murabahah* jual beli barang sebesar harga pokok ditambah dengan margin keuntungan yang disepakati

2.1.7 Mikroekonomi

Mikroekonomi adalah cabang dari ilmu ekonomi yang mempelajari perilaku konsumen dan perusahaan serta penentuan harga-harga pasar dan kuantitas faktor input, barang dan jasa yang diperjual-belikan. Ekonomi mikro meneliti bagaimana berbagai keputusan dan perilaku tersebut memengaruhi penawaran dan permintaan atas barang dan jasa, yang akan menentukan harga; dan bagaimana harga, pada gilirannya, menentukan penawaran dan permintaan barang dan jasa selanjutnya. Individu yang melakukan kombinasi konsumsi atau produksi secara optimal, bersama-sama individu lainnya di pasar, akan membentuk suatu keseimbangan dalam skala makro; dengan asumsi bahwa semua hal lain tetap sama.

Secara umum pergerakan harga saham dipengaruhi oleh faktor internal (lingkungan mikro). Adapun lingkungan mikro yang mempengaruhi volatilitas harga saham antara lain:

- a. Pengumuman tentang pemasaran, produksi, penarikan produk, penjualan seperti pengiklanan, rincian kontrak, produk baru, perubahan harga, penarikan produk baru, laporan produksi, laporan keamanan produk, dan laporan penjualan produk.

- b. Pengumuman pendanaan (financing announcement), seperti pengumuman yang berhubungan dengan ekuitas dan utang, sekuritas yang hybrid, leasing, kesepakatan kredit, pemecahan saham, pembelian saham, joint venture, dan lainnya.
- c. Pengumuman badan direksi manajemen (manajemen-board of director announcement) seperti perubahan dan penggantian direktur, manajemen, dan struktur organisasi).
- d. Pengumuman penggabungan pengambilalihan diversifikasi, seperti laporan merger, investasi ekuitas, take over oleh pengakuisisi dan diakuisisi.
- e. Pengumuman investasi (investment announcement), seperti melakukan ekspansi usaha, pengembangan riset dan pengembangan, atau penutupan usaha dan lainnya.
- f. Pengumuman laporan keuangan perusahaan, seperti peramalan laba sebelum akhir tahun fiskal dan setelah akhir tahun fiskal.

Adapun faktor-faktor yang dipilih dalam penelitian kali ini adalah sebagai berikut :

2.1.7.1 *Earning Per Share (EPS)*

Earning Per Share (EPS) menunjukkan tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan melalui nilai per lembar saham. Investor biasanya lebih tertarik dengan ukuran profitabilitas dengan menggunakan dasar saham yang dimiliki. Alat analisis yang dipakai untuk melihat keuntungan dengan dasar saham adalah *earning per share* yang dicari dengan laba bersih dibagi saham yang beredar. Rasio ini menggambarkan besarnya pengembalian modal untuk setiap satu lembar saham (Darsono dan Ashari, 2012).

Irham Fahmi (2012) mengemukakan bahwa *earning per share* atau pendapatan per lembar saham adalah bentuk pemberian keuntungan yang diberikan kepada para pemegang saham dari setiap lembar saham yang dimiliki. Pemegang saham biasa dan calon pemegang saham sangat tertarik akan *earning per share*, karena menggambarkan jumlah rupiah yang diperoleh untuk setiap lembar saham biasa. Para calon pemegang saham tertarik dengan *eaning per share* yang besar, karena hal ini merupakan salah satu indikator keberhasilan suatu perusahaan. Lukman Syamsudin (2013) mengemukakan *earning per share* merupakan ukuran yang digunakan untuk menunjukkan jumlah uang (rupiah) yang dihasilkan dari setiap lembar saham biasa. Rumus rasio EPS dirumuskan sebagai berikut :

$$Earning\ per\ Share\ (EPS) = \frac{Laba\ Saham\ Biasa}{Saham\ Biasa\ yang\ Beredar}$$

Earning per share adalah rasio untuk mengukur keberhasilan manajemen dalam mencapai keuntungan bagi pemegang saham, sebaliknya dengan rasio yang tinggi, kesejahteraan pemegang saham meningkat (Kasmir, 2012).

Earning per share adalah salah satu elemen dalam laporan laba rugi yang termuat dalam laporan keuangan perusahaan sebagai bagian dari proporsi perusahaan yang diakui dari setiap saham biasa yang beredar, dimana nilainya dapat mengalami kenaikan jika jumlah lembar saham yang beredar dikurangi. Informasi perusahaan penting bagi investor dan kreditur, hal ini dapat memberika gambaran bagian keuntungan suatu periode, dengan memiliki saham perusahaan serta mengetahui bagian prestasi perusahaan, laju pertumbuhan tersebut akan dapat menghasilkan pendapatan bagi investor. Ukuran kesejahteraan dari besaran *Earning Per Share* (EPS), apabila semakin tinggi, akan menjadi daya tarik pemodal untuk membeli dan menanamkan sahamnya. Laba yang mencerminkan

kinerja perusahaan sering dijadikan target keberhasilan keberhasilan operasi perusahaan bisnis sehingga perusahaan berusaha meningkatkan laba dengan cara meningkatkan penjualan, peningkatan efisiensi dan kombinasinya.

2.1.7.2 Debt Equity Ratio (DER)

Debt to Equity Ratio menunjukkan berapa rupiah modal sendiri yang disediakan untuk membayar utang (Abdul Halim, 2013). *Debt to equity ratio* berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan, dengan kata lain rasio ini untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang (Kasmir, 2010). Jadi, dapat disimpulkan bahwa *Debt to Equity Ratio* menunjukkan bagaimana kemampuan perusahaan menggunakan modal yang ada dalam memenuhi kewajibannya. Semakin rendah rasio *Debt to Equity Ratio* berarti semakin baik kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjang. *Rasio Debt to Equity Ratio* yang semakin besar, maka semakin besar kemampuan perusahaan tidak mampu membayar kewajibannya. Menurut Marli (2010), semakin tinggi rasio *Debt to Equity Ratio* berarti semakin besar dana yang digunakan sebagai pembiayaan yang berasal dari pihak luar.

Semakin besar DER mencerminkan solvabilitas perusahaan semakin rendah sehingga kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya adalah rendah, hal ini berarti bahwa risiko keuangan perusahaan (*financial risk*) relatif tinggi. Perusahaan yang memiliki risiko tinggi mengakibatkan kurang menariknya investasi saham. Semakin tinggi *leverage* perusahaan, yang diukur dengan *debt to equity ratio*, maka semakin rendah nilai PER perusahaan (Dennis, 2010).

Perhitungan *Debt to Equity Ratio* menurut Kasmir (2010) sebagai berikut:

$$\text{Debt Equity Ratio} = \frac{\text{Total Uang (Debt)}}{\text{Ekuitas(Equity)}}$$

Kewajiban merupakan utang untuk mendapatkan pendanaan yang membutuhkan pembayaran di masa depan dalam bentuk uang, jasa, atau aset lainnya. Kewajiban umumnya dilaporkan sebagai kewajiban lancar dan kewajiban tidak lancar (Subramanyam, 2014).

Ekuitas atau *equity* merupakan klaim pemilik atas aset bersih perusahaan (Subramanyam, 2014: 170).

2.1.8 Rational Expectation (Ratex)

Sukirno (2006) menjelaskan bahwa ada dua asumsi dasar teori ekspektasi rasional (*rational expectation*). Pertama, teori ini menganggap bahwa semua pelaku kegiatan ekonomi bertindak secara rasional, mengetahui seluk beluk kegiatan ekonomi dan mempunyai informasi yang lengkap mengenai peristiwa yang terjadi dalam perekonomian. Keadaan yang berlaku di masa depan dapat diramalkan, selanjutnya dengan pemikiran rasional dapat menentukan reaksi terbaik terhadap perubahan yang akan terjadi. Akibat dari asumsi ini, teori ekspektasi rasional mengembangkan analisa berdasarkan prinsip-prinsip dalam teori ekonomi mikro yang juga bertitik tolak dari anggapan bahwa pembeli, produsen, dan pemilik faktor produksi bertindak secara rasional dalam menjalankan kegiatannya.

Asumsi kedua adalah semua jenis pasar beroperasi secara efisien dan dapat dengan cepat menyesuaikan ke arah perubahan yang berlaku. Asumsi ini sesuai dengan pendapat ahli-ahli ekonomi klasik dan dapat disebut juga sebagai *new classical economics*. Menurut asumsi kedua, tingkat harga dan tingkat upah dapat dengan mudah mengalami perubahan. Kekurangan penawaran barang akan menaikkan harga, dan kelebihan penawaran akan mengakibatkan penurunan harga. Buruh yang berlebihan akan menurunkan upah, sebaliknya kekurangan buruh akan menaikkan upah mereka. Semua pasar bersifat

persaingan sempurna, dan informasi yang lengkap akan diketahui oleh semua pelaku kegiatan ekonomi di berbagai pasar.

Golongan ekspektasi rasional melahirkan pemikiran mengenai hipotesis pasar efisien. Mankiw (2006) menjelaskan bahwa ada sebuah cara dalam memilih saham untuk portofolio, yaitu memilih secara acak. Alasannya adalah semua saham sudah dinilai tepat sepanjang waktu karena keseimbangan permintaan dan penawaran mengatur harga pasar. Pasar saham dianggap mencerminkan semua informasi yang tersedia mengenai nilai sebuah aset. Harga akan mengalami perubahan apabila arus informasi berubah. Rasionalitas investor dalam mengelola informasi secara tidak langsung akan menyebabkan perubahan harga saham. Ketika terjadi informasi atau berita baik mengenai prospek perusahaan, nilai dan harga saham akan naik. Tapi, pada saat kapan pun, harga pasar adalah perkiraan terbaik dari nilai perusahaan yang didasarkan atas semua informasi yang tersedia.

Adapun menurut Jones (2009) efisiensi pasar dalam pasar modal dapat dikategorikan menjadi tiga, yaitu :

1) Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (Weak Form)

Efisiensi pasar bentuk lemah menyatakan bahwa harga sekuritas-sekuritas saat ini mencerminkan sepenuhnya informasi harga-harga di waktu yang lalu. Informasi yang dipertimbangkan dalam pasar ini hanya terbatas di masa lampau. Apabila harga mencerminkan informasi yang relevan, maka harga-harga tersebut baru berubah kalau informasi baru muncul, dan informasi baru tersebut tidak dapat diperkirakan atau dengan kata lain dapat disebut acak (random).

Pengujian mengenai efisiensi dalam bentuk lemah dilakukan dengan cara menguji apakah semua informasi yang terkandung di harga masa lalu sepenuhnya tercermin dalam harga saat ini. Jika efisiensi dalam bentuk lemah terjadi, maka perubahan harga di masa

lalu seharusnya tidak berkaitan dengan perubahan harga saham di masa yang akan datang. Dengan demikian, pasar modal dikatakan efisien dalam bentuk kuat apabila informasi harga saham di waktu yang lalu tidak bernilai dalam menentukan perubahan harga di masa yang akan datang.

2) Efisiensi Pasar Modal Bentuk Setengah Kuat (Semi-strong Form)

Efisiensi pasar modal bentuk setengah kuat dapat dijelaskan apabila harga sekarang mencerminkan sepenuhnya informasi yang dipublikasikan. Contoh informasi jenis ini diantaranya berupa pengumuman akan kinerja perusahaan (laba, deviden, stock splits, pengembangan produk baru, maupun terjadinya kesulitan keuangan. Implikasinya bagi investor adalah mereka tidak dapat memperoleh abnormal return hanya dengan memanfaatkan informasi publik yang tersedia. Pengujian efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat dilakukan dengan menguji seberapa cepat harga saham akan berubah dan menyesuaikan informasi baru tersebut. Apabila terjadi lag dalam penyesuaian harga, maka investor dapat memanfaatkan lag tersebut untuk memperoleh abnormal return.

3) Efisiensi Pasar Modal Bentuk Kuat (Strong Form)

Efisiensi pasar modal bentuk kuat menyatakan bahwa harga sekarang atas sekuritas mencerminkan sepenuhnya informasi yang dipublikasikan maupun yang tidak (private information). Para pemegang informasi yang tidak dipublikasikan termasuk para manajer perusahaan (corporate insider). Persaingan pelaku pasar dalam mencari informasi menggunakan informasi yang tersedia guna menghasilkan keuntungan tanpa adanya perolehan informasi yang

bersifat monopolistik dapat disebut sebagai efisiensi pasar dalam bentuk kuat.

2.1.9 Portofolio

Teori portofolio merupakan teori yang menganalisis bagaimana memilih kombinasi dari berbagai bentuk atas jenis kekayaan (asset) yang didasarkan pada risiko jenis kekayaan tersebut (surat berharga/kekayaan fisik) (Nopirin, 1997). Tujuan dari pembentukan suatu portofolio saham adalah bagaimana meminimalisir risiko atas keuntungan tertentu atau dengan risiko kecil mendapatkan imbal hasil yang maksimal. Pendekatan portofolio menekankan pada psikologis bursa dengan asumsi bahwa pelaku pasar bertindak rasional atau bisa disebut dengan hipotesis pasar efisien (Natarsyah, 2003). Pasar efisien diartikan bahwa harga saham akan merefleksikan secara menyeluruh semua informasi yang ada di bursa. Jogiyanto (2005) berpendapat bahwa pasar bisa menjadi efisien apabila terjadi peristiwa sebagai berikut, yaitu :

- a. Investor adalah penerima uang, yang berarti sebagai pelaku pasar, investasi seorang diri tidak dapat mempengaruhi suatu sekuritas.
- b. Harga sekuritas tercipta karena ditentukan oleh mekanisme permintaan dan penawaran para investor.
- c. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah.
- d. Informasi dihasilkan secara acak, dan tiap-tiap pengumuman bersifat acak antara satu dengan lainnya sehingga investor tidak bisa memperkirakan kapan emiten akan mengumumkan informasi baru.
- e. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi yang diterima sehingga harga sekuritas berubah dengan semestinya

Mishkin (1995) menyatakan bahwa sebelum mengambil keputusan, para investor akan memperhatikan faktor-faktor sebagai berikut :

- a. Kekayaan
- b. Tingkat keuntungan yang diharapkan
- c. Tingkat risiko atau ketidakpastian
- d. Tingkat likuiditas

Pembentukan portofolio berangkat dari usah diversifikasi investasi guna mengurangi risiko yang diterima. Terbukti bahwa semakin banyak jenis efek yang dikumpulkan dalam keranjang portofolio, maka risiko kerugian dapat dinetralisir oleh keuntungan dari efek yang lain. Tetapi diversifikasi bukanlah suatu jaminan dalam mengusahakan risiko minimum dengan keuntungan maksimum yang sekaligus (sunariyah, 2003)

Adapun menurut Jones (2009) ada dua jenis strategi pengelolaan portofolio, yaitu :

1) Strategi Portofolio Pasif

Strategi portofolio pasif adalah strategi membeli dan menahan portofolio dalam jangka panjang. Biasanya saham yang dibeli disebabkan saham tersebut mengikuti suatu indeks. Pendekatan investasi ini secara umum disebut *indexing*. Tekadang perlu dilakukan penyeimbangan dengan dividen diinvestasikan kembali atau penambahan aset investasi pendapatan tetap seperti surat hutang. Tujuan dari indexing portofolio adalah bukan mengalahkan indeks tetapi menjadikannya acuan atau mencocokkan kinerjanya.

2) Strategi Portofolio Aktif

Strategi portofolio aktif adalah usaha yang dilakukan manajer investasi untuk mengungguli acuan portofolio pasif berdasarkan risiko yang disesuaikan. Sebagai acuan portofolio pasif adalah

portofolio yang kinerjanya memiliki rata-rata dengan indeks saham. Karakteristik dalam portofolio aktif dapat dilihat melalui tingkat Beta, dividen yield, bobot industri, ukuran perusahaan.

2.1.10 Pengaruh Variabel Independen terhadap Variabel Dependen

2.1.10.1 Pengaruh Inflasi Terhadap Return Saham

Inflasi merupakan kecenderungan kenaikan harga barang-barang secara umum yang terjadi terus menerus. Hal ini tentu saja akan mempengaruhi kenaikan biaya produksi pada suatu perusahaan. Biaya produksi yang tinggi tentu saja akan membuat harga jual barang naik, sehingga akan menurunkan jumlah penjualan yang akan berdampak buruk terhadap kinerja perusahaan yang tercermin dengan turunnya *Return Saham* perusahaan tersebut.

Kenaikan laju inflasi yang tidak diantisipasi tersebut akan meningkatkan harga barang dan jasa, sehingga konsumsi akan menurun. Selain itu kenaikan harga faktor produksi juga akan meningkatkan biaya modal perusahaan. Sehingga pengaruh dari kenaikan laju inflasi yang tidak diantisipasi tersebut akan menurunkan harga saham. Dari penjelasan ini dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif dari perubahan tingkat inflasi yang tidak diantisipasi sebelumnya terhadap *Return Saham*.

2.1.10.2 Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi Terhadap Return Saham

Perubahan pada PDB yang signifikan baik itu bersifat negatif maupun positif mempunyai pengaruh terhadap pasar saham. PDB merupakan variabel ekonomi paling penting dibandingkan dengan variabel makro lain dalam mengukur laju pertumbuhan perekonomian suatu negara. Pertumbuhan PDB yang positif merupakan indikasi suatu negara mengalami pertumbuhan perekonomian yang baik. Saat pertumbuhan perekonomian suatu negara membaik akan mempengaruhi daya beli masyarakat menjadi meningkat, ketika daya beli

masyarakat meningkat maka perusahaan akan meningkatkan penjualannya dan memperluas kesempatan perusahaan tersebut memperoleh keuntungan.

Sehingga kinerja perusahaan juga meningkat menjadi lebih baik dimana hal ini akan mempengaruhi masuknya modal kedalam perusahaan dan membuat para investor untuk lebih tertarik menanamkan modalnya di perusahaan tersebut (Tandelilin, 2010).

2.1.10.3 Pengaruh SBIS Terhadap Return Saham

Instrumen SBIS sebagai pengendali moneter tentu mampu mempengaruhi bank syariah ataupun *return* saham. SBIS juga berfungsi sebagai salah satu instrumen untuk membantu dalam investasi bank syariah apabila terjadi kelebihan dana. Dalam penerbitan SBIS akad yang digunakan adalah *ju'alah*. Maka bank syariah yang menempatkan dana pada SBIS berhak mendapatkan upah atas jasa membantu pemeliharaan keseimbangan moneter Indonesia. Ketika imbalan yang diperoleh bank syariah dalam melakukan investasi SBIS itu besar tentu keuntungan yang diperoleh bank syariah juga akan meningkat, selanjutnya *return* yang dibagi dihasilkan pada DPK (Dana Pihak Ketiga) yaitu para nasabah yang menabung juga akan meningkat. Hal tersebut mampu menarik investor untuk beralih berinvestasi di bank syariah daripada instrumen investasi lainnya seperti saham. Ketika minat investor turun untuk berinvestasi pada saham, tentu hal ini akan memicu menurunnya *return* saham itu sendiri (Suciningtias & Khoiroh, 2015).

2.1.10.4 Pengaruh Sukuk Terhadap Return Saham

Sukuk adalah instrumen investasi pendapatan tetap yang berupa sertifikat hutang dan bisa dibilang mirip dengan obligasi, yang membedakannya adalah dalam penerbitan sukuk harus terdapat *underlying aset*. Selain itu, mekanisme perdagangan yang terjadi dalam pasar sukuk sangatlah berbeda dengan pasar obligasi di pasar sekunder. Hal ini dikarenakan pada penerbitan sukuk ditentukan

jenis akad apa yang dipakai. Adapun sukuk yang boleh diperdagangkan adalah sukuk yang menggunakan akad ijarah atau *sale and lease back*, sedangkan untuk akad *mudarabah*, *murabahah*, *salam* dan *istishna'* tidak dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Ketentuan mengenai diperbolehkannya perdagangan suatu sukuk dapat diketahui dari ketentuan dan persyaratan (*terms and condition*) yang tercantum dalam memorandum informasi penerbitan sukuk.

Dalam proses pembentukan portofolio investasi, investor akan mendiversifikasi asetnya guna mengurangi risiko terhadap investasi mereka. Investor akan dihadapkan pilihan ketika keuntungan yang didapat atas suatu investasi sama namun yang membedakannya adalah berapa besaran atas risiko yang didapat. Ketika hal ini terjadi, maka investor akan memilih risiko terkecil atas imbal hasil investasi yang sama. Pengaruh sukuk dalam artian berikut dapat bernilai positif terhadap harga saham (portofolio pasif), namun ketika suatu imbal hasil tidak menentu terjadi di pasar saham, maka investor akan condong menaruh porsi portofolio di pasar sukuk sehingga menyebabkan pengaruh sukuk bernilai negatif atas harga saham (portofolio aktif) (Jones, 2009).

Sebuah studi mengungkapkan bahwa ditemukan bahwa adanya hubungan antara pasar saham dan pasar obligasi. hubungan ini dapat berupa positif dan negatif. Andersson (2006) berpendapat bahwa korelasi antara pasar saham dan pasar obligasi dapat bervariasi dari waktu ke waktu, yang dimana korelasi tersebut dapat positif dan dengan cepat berubah negatif dikarenakan adanya alokasi aset dan prosedur manajemen risiko dari investor. Hubungan pasar saham dan obligasi cenderung bergerak positif dalam periode inflasi yang dapat diperkirakan (*expected inflation*).

Sejalan dengan Andersson, Andriansyah (2009) menemukan hubungan antara obligasi dengan indeks saham bernilai positif dan negatif pada periode

tertentu. Korelasi negatif terjadi dikarenakan pada tahun 2008 dimana harga saham yang merosot tajam dan masuknya investasi asing ke obligasi di Indonesia.

Berdasarkan pemaparan tersebut, mekanisme permintaan dan penawaran yang terjadi dalam pasar sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dengan pasar obligasi. Hal yang membedakannya adalah sukuk yang dapat diperdagangkan adalah sukuk dengan akad tertentu, dimana hal ini dapat menjaga permintaan dalam pasar sukuk. Sehingga alokasi aset atau pembentukan portofolio yang dilakukan oleh investor terutama investor muslim akan cenderung menggunakan pendekatan portofolio defensif. Dalam pendekatan ini menekankan bahwa pembentukan portofolio berorientasi pada jangka panjang, dengan kata lain penyeimbangan dilakukan dengan imbal hasil yang diperoleh diinvestasikan kembali dengan melakukan pembelian baik dalam bentuk sukuk maupun saham.

2.1.10.5 Pengaruh EPS Terhadap Return Saham

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Prihatinah (2012), terdapat keterkaitan antara *return* saham dan *earning per share*. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa variabel *earning per share* memberikan hubungan yang nyata dengan *return* saham. Peningkatan *earning per share* akan membuat pasar bereaksi positif (mendukung *signaling theory*) bila pasar cenderung menginterpretasikan bahwa peningkatan *earning per share* dianggap sebagai sinyal tentang prospek cerah perusahaan di masa mendatang, demikian juga sebaliknya pasar akan bereaksi negatif jika terjadi penurunan *earning per share*, dianggap sinyal yang kurang bagus tentang prospek perusahaan di masa mendatang.

2.1.10.6 Pengaruh DER Terhadap Return Saham

Debt to Equity Ratio menunjukkan bagaimana kemampuan perusahaan menggunakan modal yang ada dalam memenuhi kewajibannya. *Debt to Equity Ratio* yang besar menunjukkan bahwa risiko perusahaan tidak mampu untuk

membayar kewajibannya semakin besar. Hal tersebut berarti bahwa perusahaan memiliki risiko yang relatif tinggi sehingga menyebabkan investasi saham kurang menarik dan berpengaruh terhadap turunnya nilai *Return Saham*. Berdasarkan hal tersebut diduga *Debt to Equity Ratio* berpengaruh terhadap *Return Saham*.

2.2 Penelitian Terdahulu

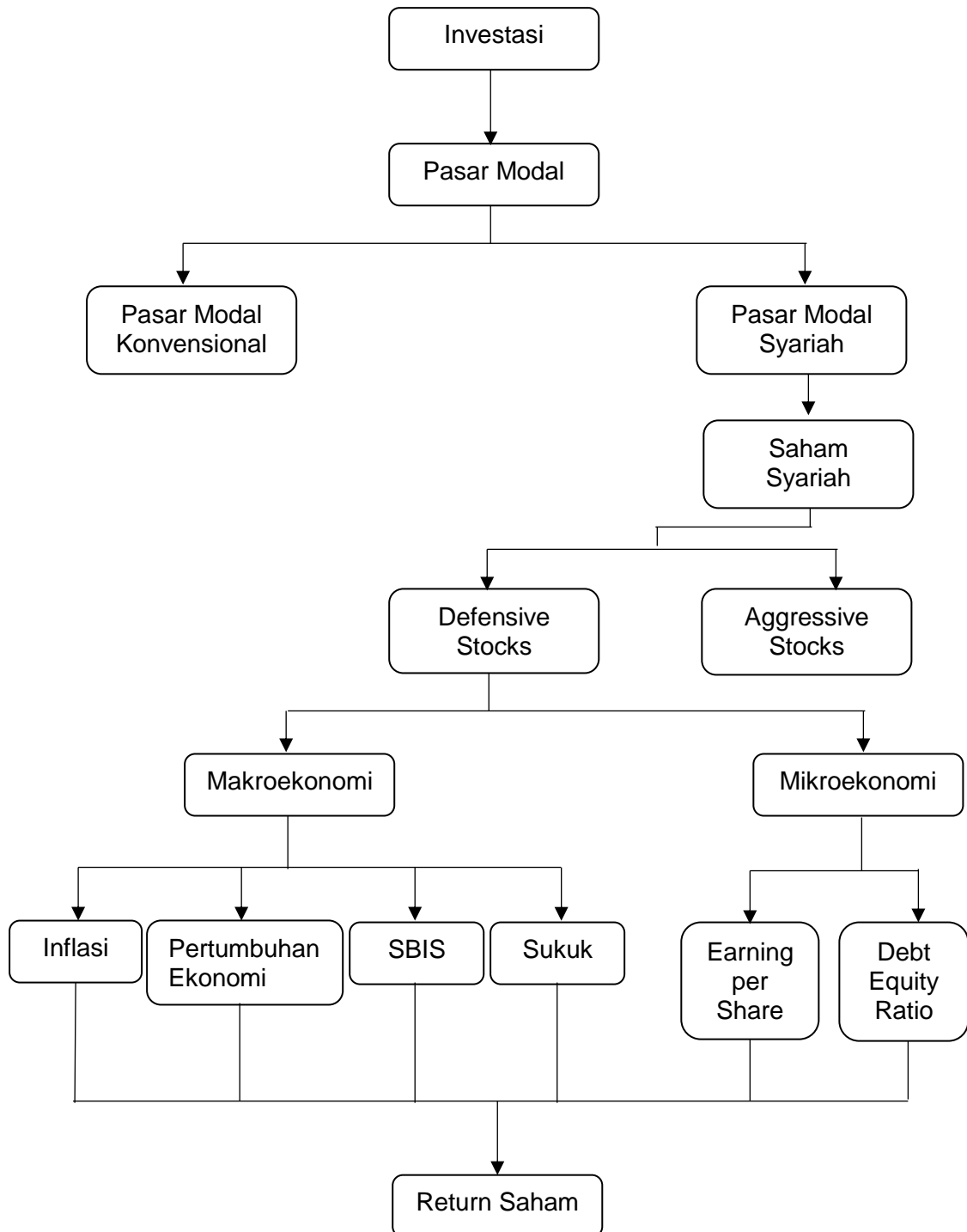
Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu

No	Penulis	Judul Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1	I Ketut Wijaya Kusuma (2013)	Pengaruh Kinerja Keuangan, Tingkat Inflasi dan PDB terhadap Harga Saham Perusahaan <i>food and baverage</i>	Analisis regresi berganda	PER dan EPS berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham; ROE, inflasi dan PDB berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham
2	Sugiarto (2011)	Analisa Pengaruh Beta, Size Perusahaan, DER dan PBV terhadap Return Saham	Analisis regresi berganda	Beta berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham; Size dan PBV berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham; DER berpengaruh negatif terhadap Return Saham
3	Dani Ahmad Luthvi (2014)	Pengaruh Suku Bunga SBI, Inflasi, Pertumbuhan Ekonomi, dan Size terhadap Return Saham Syariah di Jakarta Islamic Index (JII)	Analisis regresi berganda	Tingkat Suku Bunga SBI dan Pertumbuhan Ekonomi berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham; Tingkat Inflasi dan Size berpengaruh negatif terhadap <i>return</i> saham

No	Penulis	Judul Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
4	Mahdalena Arif (2018)	Pengaruh Inflasi, Kurs dan Tingkat Imbalan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) terhadap Harga Saham PT Bank Negara Indonesia	Analisis regresi berganda	Inflasi dan SBIS berpengaruh negatif terhadap <i>return</i> saham; Kurs berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham
5	Donna Menina Della Maryanne (2009)	Pengaruh Nilai Tukar Rupiah, Suku Bunga SBI, Volume Perdagangan Saham, Inflasi dan Beta Saham terhadap Harga Saham	Analisis regresi berganda	Nilai tukar rupiah dan Inflasi tidak berpengaruh terhadap harga saham; SBI berpengaruh negatif terhadap harga saham; Volume Perdagangan dan Beta berpengaruh positif terhadap harga saham
8	Andika Pandu Prihanantyo (2015)	Analisis Pengaruh <i>Book to Market</i> , <i>Size</i> , dan <i>Profitability</i> Terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	Analisis regresi berganda	<i>Book to market ratio</i> mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap <i>return defensive stock</i> . <i>Size</i> dan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>return defensive stock</i>
7	Novy (2014)	<i>Undstanding Defensive Equity</i>	Analisis regresi berganda	<i>Profitabilitas</i> , dan <i>Relatif Valuation</i> berpengaruh terhadap <i>return defensive</i> <i>Size</i> berpengaruh positif dengan <i>return defensive</i>
8	Suramaya Suci Kewal (2012)	Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs dan Pertumbuhan PDB Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan	Analisis regresi berganda	Tingkat inflasi, suku bunga SBI dan pertumbuhan PDB tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap IHSG, sedangkan kurs rupiah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG.

2.3 Kerangka Pemikiran

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran



Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, dapat diketahui bahwa dalam penelitian ini terdapat tiga variabel independen yaitu Inflasi sebagai X1, Sertifikat

Bank Indonesia Syariah (SBIS) sebagai X2, Earning per Share (EPS) sebagai X3 dan Debt Equity Ratio (DER) sebagai X4 serta satu variabel dependen yaitu Return Saham sebagai Y.

2.4 Hipotesa

Hipotesis adalah jawaban atau dugaan sementara terhadap rumusan masalah penelitian yang didasarkan pada teori yang relevan. Berdasarkan kajian teori dan kerangka pikir, maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

- 1) Ho : Inflasi berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*
Ha : Inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*
- 2) Ho : Pertumbuhan Ekonomi berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*
Ha : Pertumbuhan Ekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*
- 3) Ho : SBIS berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*
Ha : SBIS tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*
- 4) Ho : Sukuk berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*
Ha : Sukuk tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*
- 5) Ho : *Earning per Share* (EPS) berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*
Ha : *Earning per Share* (EPS) tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*
- 6) Ho : *Debt Equity Ratio* (DER) berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*
Ha : *Debt Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Defensive Stocks*

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Metode penelitian kuantitatif dapat didefinisikan sebagai metode penelitian berlandaskan pada filsafat positivisme, digunakan untuk meneliti pada populasi atau sampel tertentu. Teknik pengambilan sampel pada umumnya dilakukan secara *random dan purposive*, pengumpulan data menggunakan instrumen penelitian, analisis data bersifat kuantitatif/statistik dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan (Sugiono, 2009).

Jenis penelitian ini adalah penelitian data sekunder, dimana rentang waktu penelitian dari tahun 2014 hingga 2018. Data sekunder adalah data yang diperoleh atau dikumpulkan dan disatukan oleh studi-studi sebelumnya atau yang diterbitkan oleh berbagai instansi lain. Data tersebut diolah dengan menggunakan alat yang dapat mengungkapkan jawaban–jawaban maupun hasil–hasil yang diinginkan untuk mengungkapkan masalah dalam penelitian.

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini dilaksanakan pada perusahaan yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode 2014-2018 dengan menggunakan metode *purpose sampling*. Metode *purpose sampling* adalah metode sampel dengan berdasarkan pada pertimbangan atau kriteria tertentu. Kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham syariah yang memiliki nilai β atau beta dibawah 1 pada *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode 2014-2018 dengan mengambil data yang diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia (BEI) www.idx.co.id dan website Investing.com www.id.investing.com.

Tabel 3.1 Perusahaan Penelitian

No	Kode	Nama Perusahaan
1	AKRA	PT Akr Corporindo Tbk
2	ANTM	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk
3	EXCL	PT XL Axiata Tbk
4	ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
5	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk
6	TPIA	PT Chanda Asri Petrochemical Tbk
7	UNTR	PT United Tractors Tbk
8	UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk

3.3 Penentuan Model

Model yang digunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 X_{5it} + \beta_6 X_{6it} + e$$

Keterangan:

Y = Return Saham Syariah

α = Konstanta

β = Koefisien

X_1 = Inflasi

X_2 = Pertumbuhan Ekonomi

X_3 = Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)

X_4 = Sukuk

X_5 = *Earning per Price* (EPS)

X_6 = *Debt Equity Ratio* (DER)

i = Perusahaan

t = Waktu

e = *Error*

3.4 Operasional Variabel Penelitian

3.4.1 Variabel Dependen (Y)

Hubungan kausal adalah hubungan yang bersifat sebab akibat. Jadi, disini ada variabel independen (variabel yang mempengaruhi) dan dependen (dipengaruhi). Ada banyak cara pengukuran *return* saham yang dapat digunakan, peneliti menggunakan *return* tahunan dari saham syariah yaitu harga saham akhir tahun (*closing price*) sebagai proksi *return* saham. Pada penelitian ini, *return* saham dihitung dengan rumus : (Jogianto,2000)

$$\text{Capital Gain (Loss)} = \frac{Pt - Pt_{-1}}{Pt_{-1}}$$

3.4.2 Variabel Independen (X)

3.4.2.1 Inflasi (X1)

Inflasi adalah kecenderungan terjadinya peningkatan harga secara keseluruhan yang bersifat umumdan terus-menerus. Inflasi dipengaruhi oleh berbagai faktor, antara lain konsumsi masyarakat yang meningkat, berlebihan likuiditas di pasar yang memicu konsumsi atau bahkan spekulasi, sampai termasuk juga akibat adanya ketidaklancaran distribusi barang.

Eko (2009) menjelaskan rumus inflasi bisa dihitung sebagai berikut:

$$\text{Inflasi} = \frac{IHK - IHK_o}{IHK_o} 100\%$$

3.4.2.2 Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi adalah proses perubahan kondisi perekonomian suatu negara secara berkesinambungan menuju keadaan yang lebih baik selama periode tertentu. Pertumbuhan ekonomi dapat diartikan juga sebagai proses kenaikan kapasitas produksi suatu perekonomian yang diwujudkan dalam bentuk kenaikan pendapatan nasional. Laju pertumbuhan ekonomi adalah suatu proses menaikkan output perkapita jangka panjang. Penekanan pada proses karena mengandung unsur dinamis, perubahan dan perkembangan. Oleh karena itu pemakaian indikator pertumbuhan ekonomi akan dilihat dalam kurun waktu tertentu.

Laju pertumbuhan ekonomi dapat diukur melalui perkembangan GDP. Adapun cara perhitungannya : (Sukirno dan Sadono, 2016)

$$\Delta GDP = \frac{GDP_x - GDP_{x-1}}{GDP_{x-1}} 100\%$$

Dimana : ΔGDP = Laju pertumbuhan ekonomi

GDP = Growth Domestic Products

$x-1$ = Periode sebelum

3.4.2.3 Sertifikat Bank Indonesia Syariah (X2)

SBIS adalah surat berharga berdasarkan prinsip syariah berjangka waktu pendek dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh BI, SBIS mempunyai mekanisme yang sama dengan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) mempunyai fungsi untuk mengontrol nilai rupiah agar tetap stabil. Dengan Bank Indonesia menerbitkan SBIS dan SBI ini dapat menyerap kelebihan uang primer yang beredar di Indonesia. Imbal hasil yang berlaku pada setiap penjualan SBIS ditentukan oleh mekanisme pasar berdasarkan aturan BI mengenai sistem lelang. Peraturan BI mengenai SBIS ini diterbitkan dengan nomor 10/11/PBI/2008 tentang Sertifikat Bank Indonesia (SBI) Syariah.

3.4.2.4 Sukuk (X4)

Sukuk merupakan istilah baru yang diperkenalkan sebagai pengganti obligasi syariah. Menurut Ayub (2007) sukuk berasal dari Bahasa Arab, yaitu dari kata *sakk*, yang berarti dokumen atau sertifikat. Atau dengan kata lain Sukuk adalah efek syariah yang berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'/undivided share*) atas jasa, proyek, aset, dsb. Data operasional yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang dikeluarkan oleh *Indonesia Bond Pricing Agency* yang berbentuk indeks pasar sukuk (*Indonesia Composite Sukuk Index*) dalam bentuk bulanan dari Januari 2014 – Desember 2018.

Pengujian pada variabel sukuk dilakukan dengan parameter *Total Return* indeks sukuk. Hasil perhitungan *Total Return Index* didasarkan atas perhitungan kenaikan indeks harga dari *previous price*. Harga yang digunakan untuk perhitungan TRI adalah *gross price* (*clean price* ditambah *accrued interest*). Secara sederhana dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$TR = \frac{P_t + P_{t-1}}{P_{-t1}}$$

Keterangan :

TR : *Total Return* pada periode t

P_t : Harga (*clean price* + *accrued interest*) periode t

P_{t-1} : Harga (*clean price* + *accrued interest*) periode t-1

3.4.2.5 Earning per Share (X5)

Earning per Share yang disingkat dengan EPS adalah bagian dari laba perusahaan yang dialokasikan ke setiap saham yang beredar. Laba per saham atau *Earning per Share* ini merupakan indikator yang paling banyak digunakan untuk menilai profitabilitas suatu perusahaan. Rasio ini diperoleh dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$Earning\ per\ Share\ (EPS) = \frac{Laba\ Saham\ Biasa}{Saham\ Biasa\ yang\ Beredar}$$

3.4.2.6 Debt Equity Ratio (X6)

Debt to Equity Ratio menunjukkan bagaimana kemampuan perusahaan menggunakan modal yang ada dalam memenuhi kewajibannya. Cara untuk mengukur rasio ini adalah sebagai berikut:

$$Debt\ Equity\ Ratio = \frac{Total\ Uang\ (Debt)}{Ekuitas(Equity)}$$

3.5 Metode Analisis Data

3.5.1 Regresi Data Panel

Data panel merupakan gabungan antara data *time series* dan *cross section*. Dalam menggunakan data panel, peneliti akan mendapatkan beberapa keuntungan dibanding jika hanya menggunakan data *time series* atau *cross section*. Pertama, menggabungkan informasi dari data *cross section* dan *time series* dapat mengatasi masalah yang timbul ketika ada masalah penghilangan variabel (*omitted variabel*). Kedua, data panel mampu menyediakan data yang lebih banyak sehingga akan lebih menghasilkan *degree of freedom* yang lebih besar (Agus, 2009).

Selain itu, menurut Wibisono (2005) keunggulan regresi data panel antara lain. Data panel dapat digunakan untuk meminimalkan bias yang mungkin ditimbulkan oleh agregasi data individu, dapat digunakan untuk mempelajari model-model perilaku yang kompleks, lebih informative, lebih variatif, dan multikolinearitas antara data semakin berkurang, dan derajat kebebasan (*degree of freedom*) lebih tinggi sehingga dapat diperoleh hasil estimasi yang lebih efisien, kemampuan mengontrol heterogenitas ini selanjutnya menjadikan data panel dapat digunakan untuk menguji dan membangun model perilaku lebih kompleks,

mampu memperhitungkan heterogenitas individu secara eksplisit dengan mengizinkan variabel spesifik individu.

3.5.2 Proses Analisis Data Model Regresi Panel

3.5.2.1 Tahap Metode Estimasi Data Panel

Menurut Jaka Sriyana (2014) Dalam metode estimasi model regresi dengan menggunakan data panel dapat dilakukan melalui tiga pendekatan, antara lain:

1. *Random Effect Model* (REM)

Model ini akan mengestimasi data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Pada model Random Effect perbedaan intersep diakomodasi oleh error terms masing masing perusahaan. Keuntungan menggunakan model Random Effect yakni menghilangkan heteroskedastisitas. Pada *Random Effect Model* ini menggunakan teknik Generalized Least Square (GLS).

2. *Common Effect Model* (CEM)

Merupakan pendekatan model data panel yang paling sederhana karena hanya mengkombinasikan data *time series* dan *cross section*. Pada model ini tidak diperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Metode ini teknik *Ordinary Least Square* (OLS) atau teknik kuadrat terkecil untuk mengestimasi model data panel.

3. *Fixed Effect Model*

Model ini mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepnnya. Untuk mengestimasi data panel *Fixed Effects model* menggunakan teknik variabel *dummy* untuk menangkap perbedaan intersep antar perusahaan, perbedaan intersep

bisa terjadi karena perbedaan budaya kerja, manajerial, dan insentif. Namun demikian sloponya sama antar perusahaan. Model estimasi ini menggunakan teknik *Least Squares Dummy Variable* (LSDV).

3.5.2.2 Tahap Pemilihan Model Regresi

Untuk memilih model yang paling tepat digunakan dalam mengelola data panel, terdapat beberapa pengujian yang dapat dilakukan yakni:

1. Uji Chow, uji ini digunakan untuk memilih salah satu model pada regresi data panel, yaitu antara *fixed effect model* dengan *random effect model*.
2. Uji Hausman atau tes hausman adalah pengujian statistik untuk memilih apakah *Fixed Effect Model* atau *Random Effect Model* yang paling tepat digunakan.
3. Uji Lagrange Multiplier digunakan untuk mengetahui apakah *Random Effect Model* lebih baik daripada metode *Common Effect Model*.

3.5.2.3 Uji Parsial (t-test)

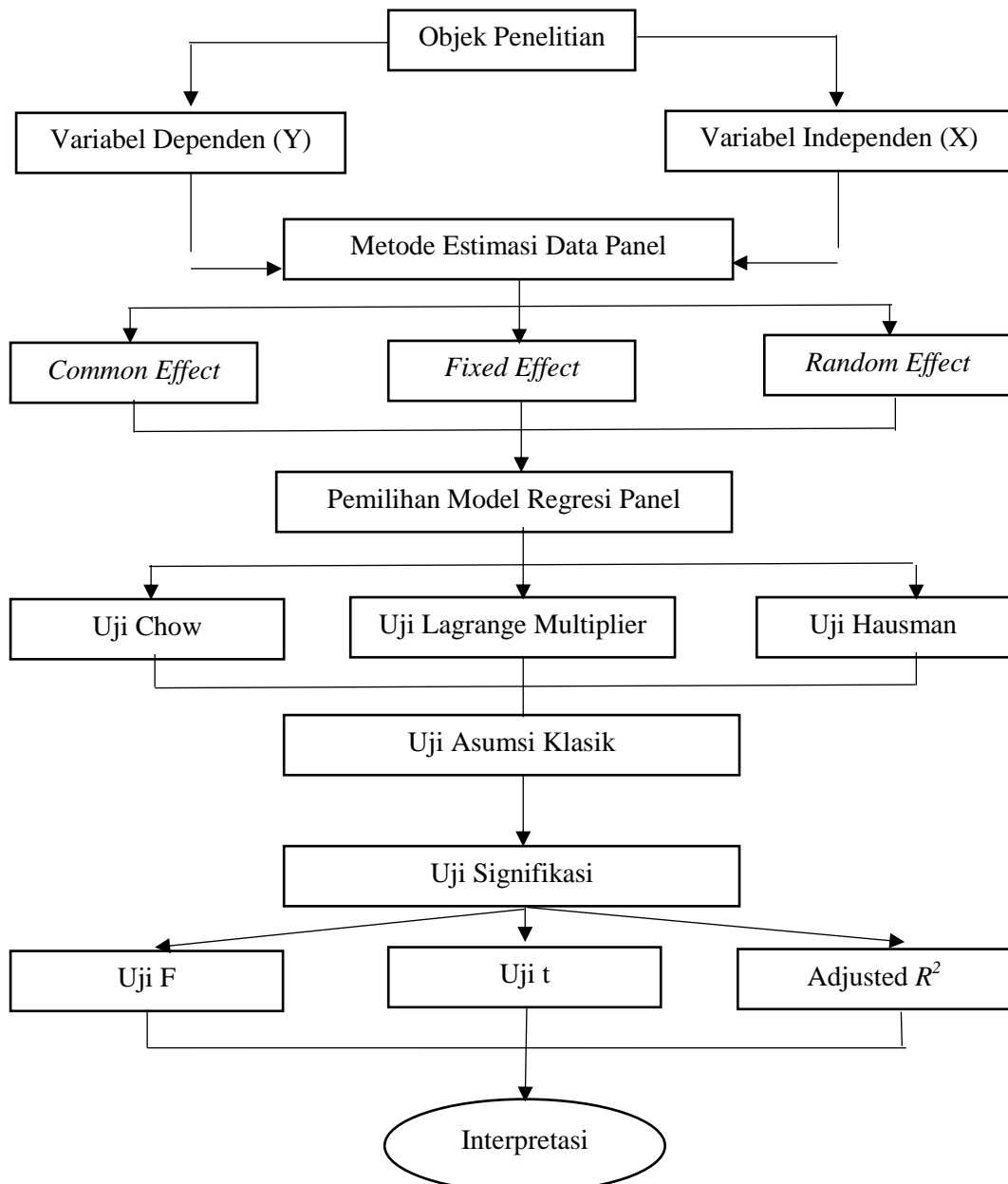
Menurut Santoso (2001) *t-test* digunakan untuk menguji perbedaan dua sampel yang berpasangan. Sampel yang berpasangan diartikan sebagai sebuah sampel dengan subjek yang sama namun mengalami dua perlakuan yang berbeda pada situasi sebelum dan sesudah proses. *t-test* digunakan apabila data berdistribusi normal. Uji statistik t juga menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance level* 0,05 ($\alpha = 5\%$). Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan kriteria sebagai berikut :

1. Bila nilai signifikan $t < 0,05$ maka H_0 ditolak, artiya terdapat pengaruh yang signifikan antara satu variabel independen terhadap variabel dependen.

2. Bila nilai signifikan $t > 0,05$ maka H_0 diterima, artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara satu variabel independen terhadap variabel dependen.

3.5.2.4 Kerangka Proses Uji Penelitian

Gambar 3.1 Kerangka Proses Uji Penelitian



BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Estimasi Regresi Data Panel

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang selalu terdaftar di JII (Jakarta Islamic Index) selama periode 2014-2018 dan memiliki nilai β (beta) risiko saham dibawah 1. Dengan rentang waktu 5 tahun ini dari tahun 2014 hingga 2018 dan menggunakan regresi data panel, dalam pengujian hipotesis data panel terlebih dahulu harus dilakukan pengujian untuk memilih model terbaik yang akan digunakan. Pengujian tersebut terdiri dari tiga cara yaitu Uji Chou untuk memilih yang terbaik antara *Common Effect Model* dengan *Fixed Effect Model*, lalu Uji Hausman untuk memilih yang terbaik antara *Fixed Effect Model* dengan *Random Effect Model*, dan yang terakhir Uji Langrange Multiplier untuk memilih antara *Common Effect Model* dengan *Random Effect Model*. Kemudian menurut Basuki dan Yuliadi (2015) uji asumsi klasik pada regresi data panel tidak semua uji asumsi klasik dilakukan, hanya Uji Heterokedastisitas dan Uji Multikolinearitas saja. terakhir uji signifiansi yaitu Uji t dan Uji f untuk melihat signifikansi setiap variabel independen terhadap variabel dependen.

4.1.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan proses pengumpulan, penyajian dan peringkasan berbagai data untuk menggambarkan data tersebut secara memadai. Gambaran umum data yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 4.1 Hasil Uji Deskriptif

	Capital Gain	Inflasi	Pertumbuhan Ekonomi	SBIS	Sukuk	EPS	DER
Mean	916,4	4,294	5,032	6,422	196,386	475,7743	0,457
Median	214	3,35	5,03	6,7	190,12	247,64	0,435
Maximum	17100	8,36	5,17	7,23	218,78	2982,63	1,68
Minimum	-10500	3,02	4,88	5,25	174,61	-308,47	0,03

Berdasarkan hasil uji deskriptif pada tabel 4.1, terdapat informasi gambaran dari variabel dependen dan masing-masing variabel independen sebagai berikut:

4.1.1.1 *Capital Gain*

Tabel 4.2 *Capital Gain* Perusahaan JII Periode 2014-2018

PT	Tahun	Capital Gain	PT	Tahun	Capital Gain
AKRA	2014	-255	TLKM	2014	715
	2015	3055		2015	240
	2016	-1175		2016	875
	2017	350		2017	460
	2018	-2060		2018	-690
ANTM	2014	-21	TPIA	2014	5
	2015	-581		2015	87
	2016	581		2016	3378
	2017	-270		2017	1946
	2018	140		2018	-75
EXCL	2014	-330	UNTR	2014	-1650
	2015	-1199		2015	-400
	2016	-1290		2016	4300
	2017	650		2017	14150

PT	Tahun	Capital Gain	PT	Tahun	Capital Gain
	2018	-980		2018	-8050
ICBP	2014	1450	UNVR	2014	6300
	2015	188		2015	4700
	2016	1837		2016	1800
	2017	325		2017	17100
	2018	1550		2018	-10500

Sumber : www.id.investing.com (data diolah)

Dari tabel 4.2 dapat diketahui bahwa nilai maksimum rasio *capital gain* sebesar 17.100 dan nilai minimum *capital gain* sebesar -10.500. Rata-rata nilai *capital gain* (mean) sebesar 916,4. Capital gain tertinggi diberikan oleh PT Unilever Indonesia Tbk yaitu sebesar 17.100 pada tahun 2017, sedangkan capital gain terendah diberikan oleh PT Unilever Indonesia Tbk sebesar -10.500 pada tahun 2018.

4.1.1.2 Tingkat Inflasi

Tabel 4.3 Tingkat Inflasi Periode 2014-2018

Tahun	Inflasi (%)
2014	8,36
2015	3,35
2016	3,02
2017	3,61
2018	3,13

Sumber : www.bi.co.id

Dari Tabel 4.3 dapat diketahui bahwa nilai maksimum inflasi sebesar 8,36% dan nilai minimum inflasi sebesar 3,02%. Rata-rata nilai inflasi (mean) sebesar 4,26%. Inflasi tertinggi terjadi pada tahun 2014 sebesar 8,36%, sedangkan inflasi terendah terjadi pada tahun 2016 sebesar 3,02%.

4.1.1.3 Tingkat Pertumbuhan Ekonomi

Tabel 4.4 Tingkat Pertumbuhan Ekonomi Periode 2014-2018

Tahun	Pertumbuhan Ekonomi (%)
2014	5,01
2015	4,88
2016	5,03
2017	5,07
2018	5,17

Sumber : www.bps.go.id

Dari tabel 4.4 dapat diketahui bahwa nilai maksimum pertumbuhan ekonomi sebesar 5,17% dan nilai minimum pertumbuhan ekonomi sebesar 4,88%. Rata-rata nilai pertumbuhan ekonomi (mean) sebesar 5,03%. pertumbuhan ekonomi tertinggi terjadi pada tahun 2018 sebesar 5,17%, sedangkan pertumbuhan ekonomi terendah terjadi pada tahun 2015 sebesar 4,88%.

4.1.1.4 Imbal Hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah

Tabel 4.5 Imbal Hasil SBIS Periode 2014-2018

Tahun	SBIS (%)
2014	7,23
2015	6,93
2016	6,70
2017	6,00
2018	5,25

Sumber : bi.go.id

Dari tabel 4.5 dapat diketahui bahwa nilai maksimum imbal hasil SBIS sebesar 7,04% dan nilai minimum imbal hasil SBIS sebesar 5,74%. Rata-rata nilai imbal hasil SBIS (mean) sebesar 6,40%. Imbal hasil SBIS tertinggi terjadi pada

tahun 2014 sebesar 7,04%, sedangkan imbal hasil SBIS terendah terjadi pada tahun 2017 sebesar 5,74%.

4.1.1.5 Tingkat Sukuk

Tabel 4.6 Tingkat Sukuk Periode 2014-2018

Tahun	Sukuk
2014	174,61
2015	180,38
2016	190,12
2017	218,04
2018	218,78

Sumber : ibpa.go.id (data diolah)

Dari tabel 4.6 dapat diketahui bahwa nilai maksimum sukuk sebesar 218.78 dan nilai minimum sukuk sebesar 174.61. Dengan rata-rata nilai sukuk (mean) sebesar 196.386. Nilai sukuk tertinggi terjadi pada tahun 2018 sebesar 218.78, sedangkan nilai sukuk terendah terjadi pada tahun 2014 sebesar 174.61.

4.1.1.6 Tingkat *Earning per Share*

Tabel 4.7 Tingkat *Earning per Share* 2014-2018

PT	Tahun	EPS	PT	Tahun	EPS
AKRA	2014	206,99	TLKM	2014	145,22
	2015	261,74		2015	153,66
	2016	253,22		2016	191,98
	2017	299,94		2017	219,69
	2018	409,7		2018	178,89
ANTM	2014	-81,28	TPIA	2014	68,32
	2015	59,96		2015	110,53
	2016	2,7		2016	1226,36
	2017	5,68		2017	242,06

PT	Tahun	EPS	PT	Tahun	EPS
	2018	36,39		2018	147,5
EXCL	2014	-104,41	UNTR	2014	1439,52
	2015	-2,97		2015	1033,07
	2016	35,13		2016	1341,03
	2017	35,11		2017	1984,64
	2018	-308,47		2018	2982,63
ICBP	2014	446,62	UNVR	2014	752,1
	2015	514,62		2015	766,95
	2016	308,73		2016	837,57
	2017	325,55		2017	918,03
	2018	392,37		2018	1193,9

Sumber : Stockbit.com

Dari tabel 4.7 dapat diketahui bahwa nilai maksimum hasil *Earning per Share* (EPS) 2982,63 dan nilai minimum EPS adalah -308,47. Dengan rata-rata nilai EPS (mean) sebesar 475,7743. Nilai EPS tertinggi diberikan oleh PT United Tractors Tbk pada tahun 2018 sebesar 2982,63, sedangkan nilai EPS terendah diberikan oleh PT XL Axiata Tbk pada tahun 2018 sebesar -308,47.

4.1.1.7 Tingkat *Debt Equity Ratio*

Tabel 4.8 Tingkat *Debt Equity Ratio* Periode 2014-2018

PT	Tahun	DER	PT	Tahun	DER
AKRA	2014	0,77	TLKM	2014	0,35
	2015	0,64		2015	0,46
	2016	0,59		2016	0,38
	2017	0,42		2017	0,38
	2018	0,51		2018	0,45
ANTM	2014	0,67	TPIA	2014	0,57
	2015	0,55		2015	0,62

PT	Tahun	DER	PT	Tahun	DER
	2016	0,54		2016	0,37
	2017	0,51		2017	0,38
	2018	0,5		2018	0,35
EXCL	2014	1,68	UNTR	2014	0,09
	2015	1,42		2015	0,07
	2016	0,69		2016	0,03
	2017	0,68		2017	0,11
	2018	0,68		2018	0,19
ICBP	2014	0,24	UNVR	2014	0,27
	2015	0,19		2015	0,35
	2016	0,12		2016	0,51
	2017	0,12		2017	0,67
	2018	0,1		2018	0,06

Sumber : Stockbit.com

Dari tabel 4.8 dapat diketahui bahwa nilai maksimum hasil *Debt Equity Ratio* (DER) 1,68 dan nilai minimum DER adalah 0,03. Dengan rata-rata nilai EPS (mean) sebesar 0,457. Nilai DER tertinggi diambil oleh PT XL Axiata Tbk pada tahun 2014 sebesar 1,68, sedangkan nilai DER terendah diambil oleh PT United Tractors Tbk pada tahun 2016 sebesar 0,03.

4.1.2 Pemilihan Model Regresi Menggunakan *Chow Test*

Chow test merupakan pengujian untuk menentukan model *Common effect* atau model *Fixed effect* yang paling bagus digunakan dalam mengestimasi data panel. Hipotesis dalam pengujian ini adalah:

H_0 : *Common Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Kaidah dalam pengambilan keputusan dalam kedua pengujian tersebut adalah dengan menggunakan nilai signifikansi, dimana jika nilai signifikansi lebih

besar dari α 5% maka hipotesis H_0 yang akan diterima, dan jika nilai signifikansi lebih kecil dari α 5%, maka hipotesis H_1 yang akan diterima.

Gambar 4.1 Hasil Pemilihan Model Regresi *Chow Test*

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	53.835381	(7,26)	0.0000
Cross-section Chi-square	109.618478	7	0.0000

Sumber : Eviews10, 2019 (data diolah)

Dari hasil *test* Gambar 4.1 diperoleh nilai *Probability Cross-section Chi-Square* sebesar 0.0000, nilai ini lebih kecil dari α yaitu 5% (0.05), sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima, maka model yang diterima adalah *Fixed Effect*.

4.1.3 Pemilihan Model Regresi Menggunakan *Hausman Test*

Setelah melakukan pengujian pemilihan model menggunakan *Chow Test*, maka selanjutnya melakukan pengujian *Hausman Test* yang digunakan untuk membandingkan *Fixed Effect Model* dengan *Random Effect Model*. Hipotesis yang digunakan pada kedua pengujian tersebut adalah:

H_0 : *Random Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Kaidah pengambilan keputusan kedua pengujian tersebut adalah dengan menggunakan nilai signifikansi, dimana apabila nilai signifikansi lebih besar dari α 5% maka hipotesis H_0 diterima, dan jika nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis H_1 diterima.

Gambar 4.2 Hasil Pemilihan Model Regresi *Hausman Test*

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	6	1.0000

* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.

Sumber : Eviews10, 2019 (data diolah)

Dari hasil *test* Gambar 4.2 diperoleh nilai *Probability Cross-section random* sebesar 1.0000 nilai ini lebih besar dari *alpha* 5% (0.05) sehingga H_0 diterima, maka metode yang kita pilih adalah *Random Effect*. Kemudian kita melanjutkan dengan Uji *Lagrangian Multiplier* untuk menentukan apakah kita tetap memilih *Random Effect* ataukah *Common Effect*.

4.1.4 Pemilihan Model Regresi Menggunakan *Lagrange Multiplier*

Setelah melakukan pengujian pemilihan model menggunakan Hausman Test, maka selanjutnya melakukan pengujian *Lagrange Multiplier Test* yang digunakan untuk membandingkan *Common Effect Model* dengan *Random Effect Model*. Hipotesis yang digunakan pada kedua pengujian tersebut adalah:

H_0 : *Common Effect Model*

H_1 : *Random Effect Model*

Kaidah pengambilan keputusan kedua pengujian tersebut adalah dengan menggunakan nilai signifikansi, dimana apabila nilai signifikansi lebih besar dari *alpha* 5% maka hipotesis H_0 diterima, dan jika nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis H_1 diterima.

Gambar 4.3 Hasil Pemilihan Model Regresi *Lagrange Test*

Lagrange multiplier (LM) test for panel data

Date: 10/29/19 Time: 23:10

Sample: 2014 2018

Total panel observations: 40

Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	49.95859 (0.0000)	2.857143 (0.0910)	52.81573 (0.0000)
Honda	7.068139 (0.0000)	-1.690309 (0.9545)	3.802701 (0.0001)
King-Wu	7.068139 (0.0000)	-1.690309 (0.9545)	2.913849 (0.0018)
GHM	-- --	-- --	49.95859 (0.0000)

Sumber : Eviews10, 2019 (data diolah)

Dari hasil *test* Gambar 4.3 diatas diperoleh nilai *Cross-section One-sided Breusch-Pagan* sebesar 0.0000, nilai ini lebih besar dari *alpha* yaitu sebesar 5% atau 0.05 sehingga H_0 diterima yang berarti metode estimasi yang terbaik adalah *Random Effect*.

4.1.5 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji ada tidaknya korelasi yang tinggi atau sempurna diantara variabel bebas yang terdapat pada model regresi. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebasnya. Deteksi adanya multikolinearitas dalam penelitian ini dilakukan dengan melihat nilai koefisien korelasi berpasangan diantara dua variabel bebas. Nilai VIF (Variance Inflation Factor) kurang dari 10 menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas. Uji multikolinearitas dalam penelitian ini menunjukkan hasil sebagai berikut:

Gambar 4.4 Hasil Uji Multikolinearitas

		PERTUMBUH AN_EKONOM I	SBIS	SUKUK	EPS	DER
INFLASI	1.000000	-0.135582	0.563761	-0.557967	-0.097104	0.192934
PERTUMBUH	-0.135582	1.000000	-0.816853	0.780751	0.141416	-0.200510
SBIS	0.563761	-0.816853	1.000000	-0.945435	-0.146487	0.228004
SUKUK	-0.557967	0.780751	-0.945435	1.000000	0.137293	-0.228535
EPS	-0.097104	0.141416	-0.146487	0.137293	1.000000	-0.512300
DER	0.192934	-0.200510	0.228004	-0.228535	-0.512300	1.000000

Sumber : Eviews10, 2019 (data diolah)

Dari Gambar 4.4 hasil uji multikolinearitas menggunakan *Correlation Test* dapat diketahui bahwa semua nilai korelasi kurang dari 0.8. Hal ini dapat memberikan kesimpulan bahwa tidak terdapat multikolinearitas atau hubungan antar variabel bebas pada model regresi tersebut.

4.1.6 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah residual dari model memiliki varians yang konstan atau tidak. Model regresi yang baik adalah model yang bebas dari gejala heteroskedastisitas. Deteksi adanya heteroskedastisitas dalam penelitian ini dilakukan dengan Uji White Heteroscedasticity. Apabila nilai probabilitas $\text{Obs} \times R\text{-squared}$ lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini menunjukkan hasil sebagai berikut:

Gambar 4.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	1.818213	Prob. F(6,33)	0.1258	
Obs*R-squared	9.938017	Prob. Chi-Square(6)	0.1273	
Scaled explained SS	16.18227	Prob. Chi-Square(6)	0.0128	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 10/30/19 Time: 00:12				
Sample: 1 40				
Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.31E+09	5.40E+09	-0.241724	0.8105
INFLASI	-4.20E+08	2.92E+09	-0.144090	0.8863
PERTUMBUHAN_EKON...	-3.33E+08	9.03E+10	-0.003690	0.9971
SBIS	6.99E+09	1.87E+10	0.373978	0.7108
SUKUK	4208447.	5880477.	0.715664	0.4792
EPS	198882.3	64895.63	3.064648	0.0043
DER	1.68E+08	1.28E+08	1.311278	0.1988
R-squared	0.248450	Mean dependent var	1.07E+08	
Adjusted R-squared	0.111805	S.D. dependent var	2.36E+08	
S.E. of regression	2.22E+08	Akaike info criterion	41.43588	
Sum squared resid	1.63E+18	Schwarz criterion	41.73144	
Log likelihood	-821.7177	Hannan-Quinn criter.	41.54275	
F-statistic	1.818213	Durbin-Watson stat	0.525080	
Prob(F-statistic)	0.125829			

Sumber : Eviews10, 2019 (data diolah)

Dari hasil uji heteroskedastisitas pada Gambar 4.5 dapat diketahui bahwa nilai Obs*R-squared adalah sebesar 9.938017 dengan Prob. Chi-Square(6) sebesar 0.1273. Karena nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas dalam model.

4.1.7 Hasil Uji Regresi Data Panel *Random Effect Model*

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari Inflasi (X1), Pertumbuhan Ekonomi (X2), SBIS (X3), Sukuk (X4), *Earning per Share* (X5), *Debt Equity Ratio* (X6) terhadap Return Saham. Setelah melakukan pemilihan model

yaitu *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model* maka didapatkan model yang terbaik adalah *Random Effect Model*, berikut hasil perhitungan *Random Effect Model* yang telah didapatkan :

Gambar 4.6 Hasil Uji Regresi Data Panel *Random Effect Model*

Dependent Variable: CAPITAL_GAIN				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 10/30/19 Time: 00:16				
Sample: 2014 2018				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 8				
Total panel (balanced) observations: 40				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INFLASI	-15064.17	44112.21	-0.341497	0.7349
PERTUMBUHAN_EKON...	-14383.98	1360175.	-0.010575	0.9916
SBIS	393558.7	273758.3	1.437614	0.1600
SUKUK	259.2915	86.02443	3.014161	0.0049
EPS	4.390906	1.789144	2.454194	0.0196
DER	8024.382	3140.973	2.554744	0.0154
C	-69296.75	80970.43	-0.855828	0.3983
Effects Specification			S.D.	Rho
Cross-section random			11579.90	0.9269
Idiosyncratic random			3252.589	0.0731
Weighted Statistics				
R-squared	0.488568	Mean dependent var	1406.427	
Adjusted R-squared	0.395580	S.D. dependent var	4357.709	
S.E. of regression	3387.876	Sum squared resid	3.79E+08	
F-statistic	5.254117	Durbin-Watson stat	1.475962	
Prob(F-statistic)	0.000682			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.142981	Mean dependent var	11284.38	
Sum squared resid	6.67E+09	Durbin-Watson stat	0.083875	

Sumber : Eviews10, 2019 (data diolah)

Dari hasil uji regresi data panel seperti pada Gambar 4.6, dapat dilihat bahwa variabel dependen pada uji regresi panel adalah Capital Gain sebagai Return Saham dan variabel independen pada uji regresi panel adalah Inflasi,

Pertumbuhan Ekonomi, SBIS, Sukuk, *Earning per Share* dan *Debt Equity Ratio*, maka model regresi berdasarkan hasil regresi pada Gambar 4.6 adalah :

$$Y = -69296.75 + -15064.17 X_1 + -14383.98 X_2 + 393558.7 X_3 + 259.2915 X_4 + 4.390906 X_5 + 8024.382 X_6 + e$$

4.1.8 Koefisien Determinasi

Koefisien Determinasi (R^2) pada intinya adalah mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel-variabel dependen (Y), sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar model. Kelemahan mendasar dalam penggunaan koefisien determinasi adalah penambahan dalam variabel dependen yang dimasukkan kedalam model, dimana setiap penambahan satu variabel independen, maka R^2 akan meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut akan berpengaruh secara signifikan ataupun tidak. Maka dalam penelitian ini menggunakan nilai *adjusted R Squared* untuk mengevaluasi model regresi yang terbaik.

Berdasarkan hasil yang didapatkan, diketahui nilai *adjusted R square* menunjukkan angka sebesar 0.488568 atau 48.86%. Angka tersebut memiliki arti bahwa kontribusi variabel independen yaitu Inflasi, Pertumbuhan Ekonomi, SBIS, Sukuk, EPS dan DER berkontribusi terhadap variabel Return Saham sebesar 48.86% dan sisanya sebesar 51.14% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model.

4.1.9 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Pengujian terhadap pengaruh semua variabel independen di dalam model dapat dilakukan dengan uji simultan (uji F). uji statistic F pada dasarnya digunakan untuk melihat seberapa besar pangeruh variabel independen secara keseluruhan terhadap variabel dependen.

Untuk menguji hipotesis pengaruh simultan dari variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas F hitung dengan tingkat signifikansi. Apabila probabilitas F hitung lebih kecil dari 0,05 maka variabel dalam model secara bersama mempengaruhi variabel dependen. Dari hasil Gambar 4.6 dapat dijelaskan bahwa Probabilitas F hitung menunjukkan angka $0.000628 > 0.05$ yang berarti secara keseluruhan variabel independen Inflasi, Pertumbuhan Ekonomi, SBIS, SUKUK, EPS dan DER berpengaruh signifikan terhadap variabel *Return Saham*

4.1.10 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji t merupakan pengujian yang digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh parsial variabel bebas terhadap terikat. Pengujian ini juga berfungsi untuk menguji signifikansi konstanta dari setiap variabel independen terhadap variabel dependen. Uji t ini dilakukan dengan melihat probabilitas nilai statistik masing-masing variabel, apabila probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka masing-masing variabel memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

4.1.10.1 Variabel Inflasi

Variabel Inflasi menunjukkan -15064.17 dan memiliki probabilitas sebesar $0.7349 < 0.05$. walaupun koefisien bernilai negatif, namun probabilitas melebihi tingkat signifikansi 5%, maka variabel Inflasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Return Saham. Hal ini dapat dikatakan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima dimana Inflasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *Return Saham*.

4.1.10.2 Variabel Pertumbuhan Ekonomi

Variabel Pertumbuhan Ekonomi menunjukkan -14383.98 dan memiliki probabilitas sebesar $0.9916 < 0.05$, walaupun koefisien bernilai negatif, namun probabilitas melebihi tingkat signifikansi 5%, maka variabel Pertumbuhan Ekonomi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Return Saham. Hal ini dapat

dikatakan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima dimana Pertumbuhan Ekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

4.1.10.3 Variabel SBIS

Variabel SBIS menunjukkan 393558.7 dan memiliki probabilitas sebesar $0.1600 < 0.05$, walaupun koefisien bernilai positif, namun probabilitas melebihi tingkat signifikansi 5%, maka variabel SBIS tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *Return Saham*. Hal ini dapat dikatakan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima dimana SBIS tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

4.1.10.4 Variabel Sukuk

Variabel Sukuk menunjukkan 259.2915 dan memiliki probabilitas sebesar $0.0049 < 0.05$, dengan koefisien yang bernilai positif dan probabilitas kurang dari tingkat signifikansi 5%, maka variabel Sukuk berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*. Adapun setiap kenaikan 1 poin pada Sukuk akan menyebabkan kenaikan sebesar 259.2915 poin terhadap *return saham*. Hal ini dapat dikatakan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima dimana Sukuk berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

4.1.10.5 Variabel EPS

Variabel EPS menunjukkan 4.390906 dan memiliki probabilitas sebesar $0.0196 < 0.05$, dengan koefisien yang bernilai positif dan probabilitas kurang dari tingkat signifikansi 5%, maka variabel EPS berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*. Adapun setiap kenaikan 1 poin pada EPS akan menyebabkan kenaikan sebesar 4.390906 poin terhadap *return saham*. Hal ini dapat dikatakan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima dimana EPS berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

4.1.10.6 Variabel DER

Variabel DER menunjukkan 8024.382 dan memiliki probabilitas sebesar $0.0154 < 0.05$, dengan koefisien yang bernilai positif dan probabilitas kurang dari tingkat signifikansi 5%, maka variabel DER berpengaruh signifikan terhadap Return Saham. Adapun setiap kenaikan 1 poin pada DER akan menyebabkan kenaikan sebesar 8024.382 poin terhadap *return* saham. Hal ini dapat dikatakan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak dimana DER berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham.

4.2 Interpretasi Hasil dan Pembahasan

Tujuan dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh inflasi, pertumbuhan ekonomi, SBIS, suku, EPS dan DER terhadap *Return* saham. Analisis data yang digunakan adalah regresi data panel yaitu menggunakan metode *Random Effect Model*. Hasil regresi dengan metode *Random Effect Model* dapat dilihat dengan persamaan sebagai berikut :

$$Y = -69296.75 + -15064.17 INFL + -14383.98 PE + 393558.7 SBIS \\ + 259.2915 SUKUK + 4.390906 EPS + 8024.382 DER + e$$

4.2.1 Pengaruh Variabel Inflasi terhadap *Return* Saham

Menurut teori moneter Keynesian (1936), inflasi terjadi karena suatu masyarakat ingin hidup diluar batas kemampuan ekonomisnya. Hal tersebut menimbulkan inflationary gap. Karena permintaan total melebihi jumlah barang yang tersedia, maka harga-harga akan naik. Karenanya kenaikan kuantitas uang riil akan menurunkan suku bunga riil dan melalui saluran suku bunga, meningkatkan investasi dan output.

Sedangkan dalam sistem ekonomi Islam inflasi bukan merupakan suatu masalah utama ekonomi secara agregat, karena mata uangnya stabil dengan

digunakannya mata uang dinar dan dirham. Penurunan nilai masih mungkin terjadi, yaitu ketika nilai emas yang menopang nilai nominal dinar itu mengalami penurunan, diantaranya akibat ditemukannya emas dalam jumlah yang besar, tapi keadaan ini kecil sekali kemungkinannya (Parakkasi, 2016).

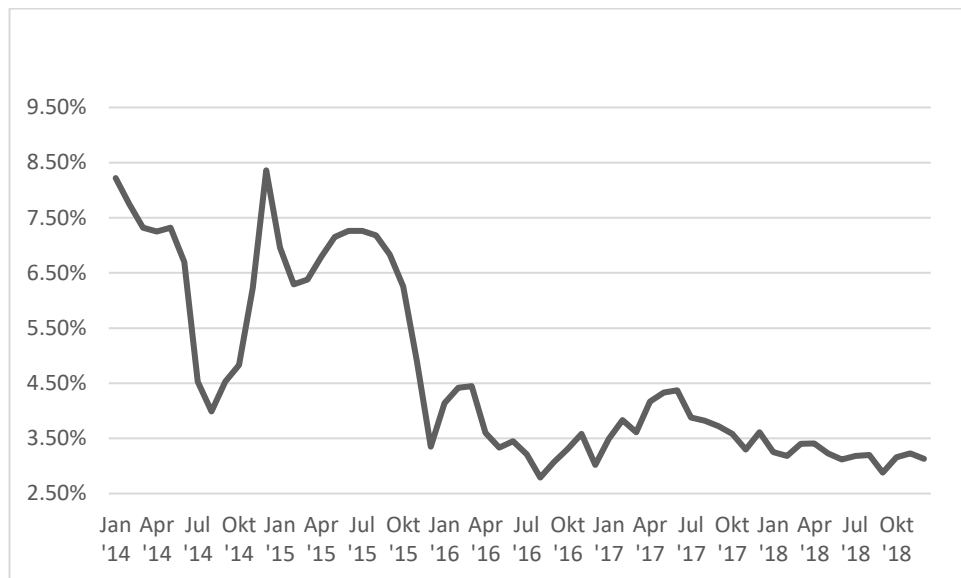
Pada hasil perhitungan pada gambar 4.6, variabel inflasi menunjukkan angka -15064.17 dan memiliki probabilitas sebesar $0.7349 < 0.05$. Nilai ini lebih besar dari alpha yaitu sebesar 5%, maka variabel inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh I Ketut Wijaya Kusuma (2013), Donna Menina Della Maryane (2009) dan Suramaya Suci Kewal (2012) yang mengatakan bahwa inflasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Namun hal ini tidak sesuai dengan Dani Ahmad Luthvi (2014) dan Mahdalena Arif (2018) yang mengatakan bahwa variabel inflasi berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham.

Dalam teori Ekspektasi Rasional disebutkan bahwa setiap pelaku pasar diasumsikan sudah mengetahui seluk beluk perekonomian sehingga dalam proses pengambilan keputusannya, mereka akan cenderung bertindak rasional yang dimana keadaan di masa depan dapat diramalkan (Sukirno, 2006).

Dalam pasar modal, diperlukan mengetahui indikator-indikator ekonomi makro karena hal tersebut akan berdampak pada naik atau turunnya harga saham. Inflasi adalah angka yang mengukur tingkat barang dan jasa yang dibeli konsumen. Kenaikan harga mendorong merangkaknya inflasi termasuk kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM). Selain itu, kenaikan harga bahan baku juga akan menambah beban perusahaan. Akibatnya, jika inflasi naik dan suku bunga meningkat, maka harga saham beberapa perusahaan cenderung turun. Karena itulah, angka inflasi yang berlebihan akan menjadi sentimen negatif bagi para

investor saham. Dalam hal ini inflasi digunakan investor dalam penentuan pengambilan keputusan untuk menginvestasikan kelebihan dananya ke pasar saham.

Gambar 4.7 Grafik Inflasi Tahun 2014-2018



Sumber : www.bi.go.id (data diolah)

Namun, dalam penelitian ini menunjukkan bahwa inflasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Return* saham. Pada gambar 4.7 menunjukkan sepanjang periode penelitian, laju inflasi cenderung menurun dan pergerakannya cukup stabil (*expected inflation*) sehingga dapat diasumsikan bahwa para investor akan cenderung mengabaikan sinyal-sinyal dari tingkat inflasi dalam pertimbangan pengambilan keputusan investasi mereka. Hal ini didukung oleh Gebby dkk. (2017) mengatakan bahwa Inflasi dengan laju pertumbuhan yang berlangsung secara perlahan dan berada posisi satu digit atau dibawah 10% yang artinya tergolong stabil dan terkendali. Sehingga inflasi yang rendah dan stabil tidak akan berdampak pada tingkat profitabilitas perusahaan karena tidak terjadi peningkatan biaya produksi.

4.2.2 Pengaruh Variabel Pertumbuhan Ekonomi terhadap *Return Saham*

Pertumbuhan Ekonomi dapat diartikan sebagai nilai barang-barang dan jasa-jasa yang diproduksi di dalam negara tersebut dalam satu tahun tertentu (Sukirno, 2004). Dari hasil penelitian terdahulu dan teori yang digunakan sebagai acuan dalam penelitian ini, sebagian besar banyak yang menemukan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh terhadap *return Saham*.

Pada hasil perhitungan pada gambar 4.6, variabel pertumbuhan ekonomi menunjukkan angka -14383.98 dan memiliki probabilitas sebesar $0.9916 < 0.05$. Nilai ini lebih besar dari alpha yaitu sebesar 5%, maka variabel pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return saham*. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Kewal (2012) dan I Ketut Wijaya Kusuma (2013) dalam penelitiannya mengatakan bahwa pertumbuhan PDB tidak berpengaruh terhadap pergerakan saham. Namun penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dani Ahmad Luthvi (2014) yang mengatakan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return saham*.

Terjadinya peningkatan pertumbuhan ekonomi dalam suatu negara, mengindikasikan adanya peningkatan kesejahteraan masyarakat di negara tersebut. Adanya peningkatan kesejahteraan masyarakat akan mendorong masyarakat untuk melakukan konsumsi terhadap barang dan jasa sehingga memperluas perkembangan investasi di sektor riil. Namun dalam penelitian ini adanya perkembangan investasi di sektor riil tidak diikuti adanya peningkatan investasi pada pasar modal. Hal ini disebabkan oleh faktor lain yang perlu diperhatikan yaitu pemerataan kesejahteraan masyarakat. Meningkatnya pertumbuhan ekonomi belum tentu meningkatkan pendapatan per kapita setiap

individu sehingga pola investasi di pasar modal tidak terpengaruh oleh adanya peningkatan perekonomian (Kewal, 2012).

Hal ini juga bisa disebabkan karena investor tidak memperhatikan dari sisi perekonomian Indonesia khususnya Pertumbuhan Ekonomi yang selama 5 tahun terakhir ini stagnan di angka 5% pada periode penelitian ini dan perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang bergerak pada sektor kebutuhan masyarakat, sehingga Pertumbuhan ekonomi tidak signifikan terhadap Return saham. Serta para investor telah memprediksi pertumbuhan ekonomi yang akan terjadi dengan melihat kilas balik tahun sebelumnya.

Selain itu saham-saham yang masuk dalam JII juga merupakan saham-saham yang paling besar kapitalisasi pasarnya, dan paling likuid. Maka saham-saham JII ini pada umumnya mempunyai struktur modal yang sehat dan tidak terbebani bunga hutang berlebihan, dengan kata lain *debt equity ratio* (DER) rasionya masih proporsional. Rasio DER yang lebih wajar berpotensi meningkatkan keuntungan emiten dan terhindar dari beban keuangan jangka panjang. Dengan faktor fundamental yang kuat pada saham-saham di dalam JII maka Hal ini membuat saham-saham yang masuk di JII dapat tidak terpengaruh oleh pergerakan-pergerakan perekonomian suatu negara (ojk.go.id, 2019).

4.2.3 Pengaruh Variabel SBIS terhadap *Return* Saham

Sejumlah pakar ekonom mengatakan bahwa di Indonesia krisis hanya terjadi di pasar modal. Krisis yang terjadi di pasar modal dinilai tidak akan bertransmisi ke sektor lain mengingat kontribusi pasar modal dalam sistem keuangan Indonesia amat kecil karena bursa di Indonesia hanya membawa pengaruh 20% dari ekonomi Indonesia.

Di sisi lain indeks saham syariah merespon baik krisis ini dengan menghasilkan return yang lebih besar daripada indeks saham lainnya. Karakteristik saham syariah yang berinvestasi di sektor riil membuat para investor percaya untuk tetap menahan saham. Karena di masa yang akan datang investor percaya saham syariah akan tumbuh dan berkembang.

Pada hasil perhitungan pada gambar 4.6, variabel SBIS menunjukkan angka 393558.7 dan memiliki probabilitas sebesar $0.1600 < 0.05$. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari alpha yaitu sebesar 5%, maka variabel SBIS tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Dari hasil penelitian terdahulu seperti dalam penelitian Mahdalena Arif (2018) dan teori yang digunakan sebagai acuan dalam penelitian ini, sebagian besar banyak yang menemukan bahwa Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Indeks Saham. Pengaruh SBIS terhadap return saham terjadi dimana Perkembangan SBIS mengalami Fluktuasi tiap bulannya. Fluktuasi tingkat imbalan SBIS tersebut mampu mempengaruhi bank syariah untuk berinvestasi di SBIS, dengan begitu bank syariah mampu mendapatkan keuntungan, dan bagi hasil pada deposito dan tabungan nasabah juga akan meningkat. Hal ini akan menyebabkan meningkatnya minat menabung masyarakat dan membuat konsumsi masyarakat menurun, menurunnya konsumsi masyarakat menyebabkan berkurangnya profit yang didapatkan oleh perusahaan dan menurunnya kinerja perusahaan sehingga dividen yang diberikan akan menurun (Suciningtias & Khoiroh, 2015).

Selain itu pengaruh negatif SBIS bisa dilihat ketika SBIS diterbitkan oleh BI, maka peredaran uang akan terserap dan meningkatkan demand. Hal ini akan meningkatkan harga-harga barang dan juga biaya untuk berinvestasi. Ketika biaya investasi meningkat maka laba yang akan di dapatkan oleh perusahaan akan

menurun, ketika laba yang didapat menurun maka *return* saham yang di bagikan oleh perusahaan juga akan menurun.

Sedangkan tidak signifikkannya SBIS dikarenakan bahwa perbedaan volume pembelian SBIS dengan Pasar Saham pada *Jakarta Islamic Index* (JII) sangat jauh. Sehingga investor lebih berminat menginvestasikan dananya kepada Pasar Modal, maka tidak ada perpindahan arus dana pada Bank dan Pasar Modal. Hal ini menyebabkan perubahan SBIS tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

4.2.4 Pengaruh Variabel Sukuk terhadap *Return* Saham

Secara teoritis hubungan variabel sukuk dan JII dapat dijelaskan dalam teori portofolio. Teori portofolio sendiri adalah suatu metode untuk mengkombinasikan berbagai jenis aset yang didasarkan pada risiko jenis kekayaan tersebut (surat berharga/kekayaan fisik) (Nopirin, 1997). Menurut Jones (2009) salah satu dari jenis strategi pengelolaan portofolio adalah strategi portofolio defensive. Strategi portofolio defensif adalah strategi membeli dan menahan suatu aset dalam portofolio untuk prospek jangka panjang. Biasanya suatu jenis aset yang dibeli (saham dan sukuk) disesuaikan untuk mengikuti pergerakan indeks acuan atau dengan kata lain dalam penelitian ini adalah *Jakarta Islamic Index*. Pendekatan investasi ini secara umum disebut indexing. Tekadang perlu dilakukan penyeimbangan dengan dividen yang diinvestasikan kembali atau penambahan aset investasi pendapatan tetap seperti surat hutang. Tujuan dari indexing portofolio adalah bukan mengalahkan indeks tetapi menjadikannya acuan atau mencocokkan kinerjanya.

Pada hasil perhitungan Gambar 4.6 menjelaskan bahwa variabel Sukuk menunjukkan angka 259.1915 dan memiliki probabilitas sebesar 0.0049 nilai ini lebih kecil dari 0.05, maka variabel Sukuk berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Dengan kata lain hal ini menjelaskan bahwa setiap kenaikan satuan

variabel Sukuk akan menyebabkan kenaikan *return* saham sebesar 259.1915. Dengan demikian jika variabel Sukuk naik maka *return* saham yang akan didapatkan akan naik pula.

Pada penelitian ini hasil yang didapat bahwa sukuk berpengaruh positif signifikan. Hal ini sejalan dengan teori diatas, para investor terutama investor muslim diasumsikan menghindari risiko dengan menggunakan pendekatan portofolio defensif, yang dimana tindakannya bukan berusaha untuk mengalahkan pasar akan tetapi mencocokkan kinerja portofolio mereka dengan indeks acuan. Selain itu, para pelaku pasar juga mengabaikan fluktuasi yang terjadi di pasar sukuk dan pasar saham sehingga tidak terjadi perpindahan arus dana yang bisa mengakibatkan indeks sukuk dan saham performanya bertolak belakang.

4.2.5 Pengaruh Variabel EPS terhadap *Return* Saham

Pada hasil perhitungan Gambar 4.6 menjelaskan bahwa variabel *Earning Per Share* menunjukkan angka 4.390906 dan memiliki probabilitas sebesar 0.0196 nilai ini lebih kecil dari 0.05, maka variabel *Earning Per Share* berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Dengan kata lain hal ini menjelaskan bahwa setiap kenaikan satuan variabel *Earning Per Share* akan menyebabkan kenaikan *return* saham sebesar 4.390906. Hal ini sejalan dengan penelitian terdahulu oleh I Ketut Wijaya Kesuma (2013) yang mengatakan bahwa harga saham dipengaruhi oleh variabel *Earning Per Share*.

Earning Per Share yang tinggi adalah mencerminkan hasil atau pendapatan yang akan diterima oleh pemegang saham untuk setiap lembar yang dimilikinya. Investor memerlukan pertimbangan yang digunakan sebelum investor memutuskan untuk berinvestasi. EPS suatu perusahaan yang besar membuat investor tertarik untuk menanamkan investasinya pada perusahaan tersebut.

Permintaan akan saham yang meningkat mengakibatkan peningkatan harga saham dan akhirnya return sahamnya meningkat. (Magdalena, 2011)

Pada penelitian ini *Earning Per Share* dianggap berpengaruh dalam sektoral ini dikarenakan asumsi investor bahwa sektoral dengan produk kebutuhan sehari-hari masyarakat, maka tentu laba perusahaan akan meningkat, yang pada akhirnya akan meningkatkan EPS akibat dari adanya peningkatan harga saham yang disebabkan oleh peningkatan laba serta kinerja perusahaan.

4.2.6 Pengaruh Variabel DER terhadap *Return Saham*

Pada hasil perhitungan pada gambar 4.6, variabel DER menunjukkan angka 8024.382 dan memiliki probabilitas sebesar $0.0154 < 0.05$. Nilai ini lebih kecil dari alpha yaitu sebesar 5%, maka variabel DER berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Dengan kata lain hal ini menjelaskan bahwa peningkatan pada variabel DER sebesar satuan akan meningkatkan return saham sebesar 8024.382 poin. Hasil ini sejalan dengan penelitian Sugiarto (2013) dalam hasil penelitian tersebut yaitu *Debt Equity Ratio* (DER) berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Debt Equity Ratio* merupakan faktor yang mempengaruhi tinggi rendahnya return saham yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index (JII)*. Hal tersebut berarti bahwa ketika *Debt Equity Ratio* meningkat, maka *return* saham akan meningkat. *Debt Equity Ratio* yang tinggi mengindikasikan risiko perusahaan relatif tinggi karena perusahaan mempunyai tanggungjawab yang lebih besar untuk melunasi kewajiban kepada pihak ketiga. Akan tetapi, *Debt Equity Ratio* yang tinggi bukan sesuatu yang buruk apabila perusahaan dapat memanfaatkan secara efektif laba yang didapat untuk membayar biaya bunga secara periodik dan dapat memberikan keuntungan. Investor yang menginginkan return yang tinggi akan lebih menyukai perusahaan

yang memiliki leverage yang tinggi apabila leverage perusahaan memberikan dampak positif. Jika investor menginginkan return yang lebih tinggi, maka dia harus menanggung risiko yang lebih tinggi pula (Jogiyanto, 2014).

Adanya Debt to Equity Ratio yang tinggi, perusahaan memiliki risiko kerugian yang tinggi, akan tetapi memiliki kesempatan untuk memperoleh laba yang meningkat. Menurut Kuswadi dalam Sheila (2011), *Debt to Equity Ratio* yang tinggi berdampak pada peningkatan perubahan laba yang berarti memberikan efek keuntungan bagi perusahaan. Dalam asumsi ini perusahaan sedang melakukan ekspansi sehingga laba yang diperoleh perusahaan akan meningkat sehingga meningkatkan *return* saham perusahaan tersebut.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil dan pembahasn pada bagian sebelumnya mengenai pengaruh variabel makroekonomi dan mikroekonomi terhadap *Return Defensive Stocks* yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* (JII) Periode 2014-2018, maka didapatkan kesimpulan sebagai berikut :

- 1) Pada variabel inflasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham, karena berdasarkan data pada periode penelitian tingkat inflasi pergerakannya cenderung stabil sehingga para investor akan cenderung mengabaikan sinyal-sinyal dari tingkat inflasi dalam pengambilan keputusan investasi mereka.
- 2) Pertumbuhan Ekonomi dalam penelitian ini menunjukkan bahwa tidak berpengaruh terhadap *return* saham, hal ini dapat dijelaskan oleh pergerakan pertumbuhan ekonomi di Indonesia cenderung stabil pada angka 5% pada periode penelitian ini dan perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang bergerak pada sektor kebutuhan masyarakat, sehingga para investor cenderung mengabaikan sinyal-sinyal dari tingkat pertumbuhan ekonomi dalam pengambilan keputusan investasi mereka, serta para investor telah memprediksi pertumbuhan ekonomi yang akan terjadi dengan melihat kilas balik tahun sebelumnya.
- 3) Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) dalam penelitian ini menunjukkan bahwa tidak berpengaruh terhadap *return* saham, hal ini dapat dijelaskan bahwa perbedaan volume pembelian SBIS dengan pasar saham yang tercatat pada *Jakarta Islamic Index* (JII) sangat jauh. Sehingga perubahan SBIS tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

- 4) Pada hasil penelitian variabel Sukuk mendorong kenaikan *return* saham. Hubungan positif ini diakibatkan perilaku investor dalam pembentukan portofolionya menggunakan pendekatan portofolio saham defensif. Selain itu, para pelaku pasar juga mengabaikan fluktuasi yang terjadi di pasar sukuk dan pasar saham sehingga perpindahan arus dana antara pasar sukuk dan saham tidak bertolak belakang.
- 5) Pada hasil penelitian variabel *Earning Per Share* (EPS) meningkatkan *return* saham. Hubungan ini diakibatkan karena perusahaan dalam sektoral ini bergerak pada bidang produk kebutuhan sehari-hari masyarakat, sehingga laba usaha akan meningkat. Hal ini meningkatkan EPS pula, akibat dari adanya peningkatan harga saham yang disebabkan oleh peningkatan laba serta kinerja perusahaan.
- 6) Pada hasil penelitian variabel *Debt Equity Ratio* (DER) mendorong tingkat *return* saham. Hubungan positif ini diakibatkan karena tingginya hutang tidak terlalu buruk jika perusahaan dapat memanfaatkan laba secara efektif untuk membayar hutang secara periodik dan dapat memberikan keuntungan. Hal ini semakin tinggi hutang maka semakin tinggi pula risiko yang akan ditanggung investor sehingga semakin meningkat pula laba yang akan didapatkan. Dalam asumsi ini perusahaan sedang melakukan ekspansi sehingga laba yang diperoleh perusahaan akan meningkat, hal ini akan meningkatkan *return* saham perusahaan tersebut.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil pembahasan dan kesimpulan peneliti, maka dapat ditemukan beberapa saran yang diharapkan dapat bermanfaat bagi pemerintah maupun bagi investor dan pihak-pihak lain. Adapun saran yang diberikan sebagai berikut :

- 1) Pemerintah diharapkan dapat menjaga lingkungan makroekonomi tetap terjaga dan kondusif terutama dari segi moneter dan riil yang langsung dapat memengaruhi kinerja perusahaan di pasar modal.
- 2) Bagi calon investor yang ingin berinvestasi di pasar modal khususnya saham syariah di JII lebih baik mempertimbangkan faktor beta (risiko), Sukuk, EPS dan DER karena faktor tersebut berpengaruh terhadap *return* saham syariah

DAFTAR PUSTAKA

- Andersson, M., Krylova, E., & Vähämaa, S. (2008). Why does correlation between stock and bond return vary over time? *Applied Financial Economics*, 139-151.
- Ahmad, K. (2003). *Dasar-dasar Manajemen Investasi*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Alhabshi, S. O. (1994). Dalam *Development of Capital Market under Islamic Principles*. <http://vlib.unitarklj1.edu.my/staff-publications/datuk/CAPMART.pdf>.
- Ang, R. (1997). *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia* (1 ed.). Mediasoft Indonesia.
- Arifin, Z. (2009). *Dasar-dasar Manajemen Syariah*. Jakarta: Azkia Publisher.
- Aziz, A. (2010). *Manajemen Investasi Syari'ah*. Brebes: ALFABETA.
- Bank Indonesia. (2008). Peraturan Bank Indonesia. https://www.bi.go.id/id/peraturan/moneter/Pages/pbi_101108.aspx.
- Basuki, A. T. (2015). *Ekonometrika Teori & Aplikasi*. Yogyakarta: Mitra Pustaka Nurani.
- Block, S. (2002). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. McGraw Hill.
- Fabozzi, F. (1999). *Pasar dan Lembaga Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hamid, A. (2009). *Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Lembaga Penelitian UIN Jakarta.
- Husnan, S. (1993). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Husnan, S. (1998). *Dasar-dasar Teori Portofolio* (3 ed.). Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Id.investing. (t.thn.). *Quote, Saham & Berita Keuangan*. Dipetik Maret 3, 2019, dari <https://id.investing.com/>
- IDX. (t.thn.). *Indeks Saham Syariah*. Dipetik Maret 7, 2019, dari PT Bursa Efek Indonesia: <https://idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/>

- Ilyas, R. (2015). *Konsep Masalah Dalam Konsumsi Ditinjau dari Perspektif Ekonomi Islam*. Jurnal Perspektif Ekonomi Darussalam.
- Jogiyanto. (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (2 ed.). Yogyakarta.
- Jogiyanto. (2005). *Analisis dan Desain Sistem Informasi*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Jogiyanto. (2008). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (5 ed.). Yogyakarta.
- Jones, C. P. (2009). *Investments Principle And Concepts (International Student Version)* (11 ed.). New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP-181/BL/2009. (2009). *Departemen Keuangan RI*. Diambil kembali dari http://www.martinaberto.co.id/download/Peraturan_Bapepam/IX.A.13_Penerbitan_Efek_Syariah.pdf
- Kewal, S. S. (2012). *Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs dan Pertumbuhan PDB Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan*. Palembang: Jurnal Ekonomia.
- Kurniawan, R. D., & Asandimitra, N. (2014). . Analisis Perbandingan Kinerja Indeks Saham Syariah dan Kinerja Indeks Saham Konvensional. Jurnal Ilmu Manajemen. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 2, 4.
- Magdalena, M. (2011). *pengaruh earning per share, price earning ratio, quick ratio terhadap return saham pada perusahaan manufaktur di BEI periode 2004-2008*.
- Mankiw, N. G. (2006). *Teori Makroekonomi* (4 ed.). Jakarta: Erlangga.
- Mishkin, F. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3-10.
- Natarsyah. (2003). Analisis Beberapa Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 15(3).
- Nopirin. (1997). *Ekonomi Internasional* (3 ed.). Yogyakarta: BPPE.
- Novy, R. M. (2014). *Understanding Defensive Equity*. NBER.

- Novy, R. M. (2016). *A Taxonomy of Anomalies and their Trading Cost*. NBER.
- OJK. (t.thn.). *Pasar Modal Syariah*. Dipetik Maret 3, 2019, dari Otoritas Jasa Keuangan: <https://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/Pages/Syariah.aspx>
- Prihanantyo, A. P. (2015). *Analisis Pengaruh Book to Market, Size, dan Profitability Terhadap Return Defensive Stocks*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Rodoni, A. (2005). *Analisis Teknikal dan Fundamental pada Pasar Modal*. CSES Press.
- Rodoni, A. (2008). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: FEIS Univesitas Islam Negeri.
- Rodoni, A. (2009). *Investasi Syariah*. Jakarta: Lembaga Penelitian UIN Jakarta.
- Rodoni, A. (2010). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- SahamOK. (t.thn.). *Sejarah Pasar Modal Indonesia*. Diambil kembali dari Saham OK: <https://www.sahamok.com/pasar-modal/sejarah-pasar-modal-indonesia/>
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Surabaya: Erlangga.
- Samsul, M. (2008). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Sheila, M. M. (2011). *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Price Earning Ratio*. Jember: Universitas Jember.
- Suciningtias, S. A., & Khoiroh, R. (2015). Analisis Dampak Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Conference in Business, Accounting, and Management*, 398-412.
- Sudirman. (2015). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Sultan AMAI Press.
- Sukirno, S. (2006). *Teori Pengantar Ekonomi Makro*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Sunariyah. (2003). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal (3 ed.)*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.

- Suramaya, S. K. (2012). *Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs dan Pertumbuhan PDB terhadap Indeks Harga Saham Gabungan*. Palembang: Jurnal Economia.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi : Teori dan Aplikasi* (1 ed.). Yogyakarta: Kanisius.
- Undang-Undang Nomer 19 Tahun 2008 Tentang SBSN. (n.d.).
- Utomo, D. (2006). *Pengaruh Asset Growth, Debt to Equity Ratio, Return on Equity dan Earning per Share terhadap Beta Saham pada Perusahaan Manufaktur di BEJ Periode 2002-2004*. Yogyakarta.
- Yafiz, M. (2008). Saham dan Pasar Modal Syariah : Konsep, Sejarah, dan Perkembangannya. *MIQOT*, XXXII.

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Mentah

Perusahaan	Tahun	EPS	DER	SBIS	INFLASI	Pertumbuhan Ekonomi	Sukuk	Capital Gain
AKRA	2014	206.99	0.77	7.23	8.36	5.01	174.61	-0.05829
AKRA	2015	261.74	0.64	6.93	3.35	4.88	180.38	0.741505
AKRA	2016	253.22	0.59	6.70	3.02	5.03	190.12	-0.16376
AKRA	2017	299.94	0.42	6.00	3.61	5.07	218.04	0.058333
AKRA	2018	409.7	0.51	5.25	3.13	5.17	218.78	-0.32441
ANTM	2014	-81.28	0.67	7.23	8.36	5.01	174.61	-0.02293
ANTM	2015	59.96	0.55	6.93	3.35	4.88	180.38	-0.64916
ANTM	2016	2.7	0.54	6.70	3.02	5.03	190.12	1.850318
ANTM	2017	5.68	0.51	6.00	3.61	5.07	218.04	-0.30168
ANTM	2018	36.39	0.5	5.25	3.13	5.17	218.78	0.224
EXCL	2014	-104.41	1.68	7.23	8.36	5.01	174.61	-0.06434
EXCL	2015	-2.97	1.42	6.93	3.35	4.88	180.38	-0.24984
EXCL	2016	35.13	0.69	6.70	3.02	5.03	190.12	-0.35833
EXCL	2017	35.11	0.68	6.00	3.61	5.07	218.04	0.281385
EXCL	2018	-308.47	0.68	5.25	3.13	5.17	218.78	-0.33108
ICBP	2014	446.62	0.24	7.23	8.36	5.01	174.61	0.31
ICBP	2015	514.62	0.19	6.93	3.35	4.88	180.38	0.028702
ICBP	2016	308.73	0.12	6.70	3.02	5.03	190.12	0.272633
ICBP	2017	325.55	0.12	6.00	3.61	5.07	218.04	0.037901
ICBP	2018	392.37	0.1	5.25	3.13	5.17	218.78	0.174157
TLKM	2014	145.22	0.35	7.23	8.36	5.01	174.61	0.332558
TLKM	2015	153.66	0.46	6.93	3.35	4.88	180.38	0.08377
TLKM	2016	191.98	0.38	6.70	3.02	5.03	190.12	0.281804
TLKM	2017	219.69	0.38	6.00	3.61	5.07	218.04	0.115578
TLKM	2018	178.89	0.45	5.25	3.13	5.17	218.78	-0.15541
TPIA	2014	68.32	0.57	7.23	8.36	5.01	174.61	0.008562
TPIA	2015	110.53	0.62	6.93	3.35	4.88	180.38	0.147708
TPIA	2016	1226.36	0.37	6.70	3.02	5.03	190.12	4.997041
TPIA	2017	242.06	0.38	6.00	3.61	5.07	218.04	0.48002
TPIA	2018	147.5	0.35	5.25	3.13	5.17	218.78	-0.0125
UNTR	2014	1439.52	0.09	7.23	8.36	5.01	174.61	-0.08684
UNTR	2015	1033.07	0.07	6.93	3.35	4.88	180.38	-0.02305
UNTR	2016	1341.03	0.03	6.70	3.02	5.03	190.12	0.253687
UNTR	2017	1984.64	0.11	6.00	3.61	5.07	218.04	0.665882
UNTR	2018	2982.63	0.19	5.25	3.13	5.17	218.78	-0.2274
UNVR	2014	752.1	0.27	7.23	8.36	5.01	174.61	0.242308
UNVR	2015	766.95	0.35	6.93	3.35	4.88	180.38	0.145511
UNVR	2016	837.57	0.51	6.70	3.02	5.03	190.12	0.048649
UNVR	2017	918.03	0.67	6.00	3.61	5.07	218.04	0.440722
UNVR	2018	1193.9	0.06	5.25	3.13	5.17	218.78	-0.18784

Lampiran 2 Hasil Uji *Chow Test*

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	53.835381	(7,26)	0.0000
Cross-section Chi-square	109.618478	7	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: CAPITAL_GAIN

Method: Panel Least Squares

Date: 10/29/19 Time: 23:33

Sample: 2014 2018

Periods included: 5

Cross-sections included: 8

Total panel (balanced) observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INFLASI	38511.22	148962.1	0.258530	0.7976
PERTUMBUHAN_EKON...	-1717101.	4614132.	-0.372139	0.7122
SBIS	354141.6	954764.6	0.370920	0.7131
SUKUK	271.4824	300.4230	0.903667	0.3727
EPS	15.08704	3.315401	4.550594	0.0001
DER	2159.145	6562.330	0.329021	0.7442
C	11812.13	275928.7	0.042809	0.9661
R-squared	0.452006	Mean dependent var		11284.38
Adjusted R-squared	0.352371	S.D. dependent var		14121.46
S.E. of regression	11364.30	Akaike info criterion		21.67197
Sum squared resid	4.26E+09	Schwarz criterion		21.96752
Log likelihood	-426.4394	Hannan-Quinn criter.		21.77883
F-statistic	4.536615	Durbin-Watson stat		0.349204
Prob(F-statistic)	0.001858			

Lampiran 3 Hasil Uji *Hausman Test*

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	6	1.0000

* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
INFLASI	-22782.21...	-15064.173...	15084277....	0.0469
PERTUMBUHAN_EKON...	216137.5...	-14383.982...	128882301...	0.0423
SBIS	402087.2...	393558.72...	24183773....	0.0829
SUKUK	258.733219	259.291499	0.212982	0.2264
EPS	3.323421	4.390906	0.238047	0.0287
DER	9316.677...	8024.381873	561239.47...	0.0845

Lampiran 4 Hasil Uji *Lagrange Multiplier Test*

Lagrange multiplier (LM) test for panel data

Date: 10/29/19 Time: 23:10

Sample: 2014 2018

Total panel observations: 40

Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	49.95859 (0.0000)	2.857143 (0.0910)	52.81573 (0.0000)
Honda	7.068139 (0.0000)	-1.690309 (0.9545)	3.802701 (0.0001)
King-Wu	7.068139 (0.0000)	-1.690309 (0.9545)	2.913849 (0.0018)
GHM	-- --	-- --	49.95859 (0.0000)

Lampiran 5 Hasil Uji Multikolinieritas

	INFLASI	PERTUMBUH AN_EKONOM I	SBIS	SUKUK	EPS	DER
INFLASI	1.000000	-0.135582	0.563761	-0.557967	-0.097104	0.192934
PERTUMBUH	-0.135582	1.000000	-0.816853	0.780751	0.141416	-0.200510
SBIS	0.563761	-0.816853	1.000000	-0.945435	-0.146487	0.228004
SUKUK	-0.557967	0.780751	-0.945435	1.000000	0.137293	-0.228535
EPS	-0.097104	0.141416	-0.146487	0.137293	1.000000	-0.512300
DER	0.192934	-0.200510	0.228004	-0.228535	-0.512300	1.000000

Lampiran 6 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.818213	Prob. F(6,33)	0.1258
Obs*R-squared	9.938017	Prob. Chi-Square(6)	0.1273
Scaled explained SS	16.18227	Prob. Chi-Square(6)	0.0128

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 10/30/19 Time: 00:12

Sample: 1 40

Included observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.31E+09	5.40E+09	-0.241724	0.8105
INFLASI	-4.20E+08	2.92E+09	-0.144090	0.8863
PERTUMBUHAN_EKON...	-3.33E+08	9.03E+10	-0.003690	0.9971
SBIS	6.99E+09	1.87E+10	0.373978	0.7108
SUKUK	4208447.	5880477.	0.715664	0.4792
EPS	198882.3	64895.63	3.064648	0.0043
DER	1.68E+08	1.28E+08	1.311278	0.1988
R-squared	0.248450	Mean dependent var		1.07E+08
Adjusted R-squared	0.111805	S.D. dependent var		2.36E+08
S.E. of regression	2.22E+08	Akaike info criterion		41.43588
Sum squared resid	1.63E+18	Schwarz criterion		41.73144
Log likelihood	-821.7177	Hannan-Quinn criter.		41.54275
F-statistic	1.818213	Durbin-Watson stat		0.525080
Prob(F-statistic)	0.125829			

Lampiran 7 Hasil Uji Regresi Data Panel *Random Effect*

Dependent Variable: CAPITAL_GAIN
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 10/30/19 Time: 00:16
 Sample: 2014 2018
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 8
 Total panel (balanced) observations: 40
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INFLASI	-15064.17	44112.21	-0.341497	0.7349
PERTUMBUHAN_EKON...	-14383.98	1360175.	-0.010575	0.9916
SBIS	393558.7	273758.3	1.437614	0.1600
SUKUK	259.2915	86.02443	3.014161	0.0049
EPS	4.390906	1.789144	2.454194	0.0196
DER	8024.382	3140.973	2.554744	0.0154
C	-69296.75	80970.43	-0.855828	0.3983
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			11579.90	0.9269
Idiosyncratic random			3252.589	0.0731
Weighted Statistics				
R-squared	0.488568	Mean dependent var	1406.427	
Adjusted R-squared	0.395580	S.D. dependent var	4357.709	
S.E. of regression	3387.876	Sum squared resid	3.79E+08	
F-statistic	5.254117	Durbin-Watson stat	1.475962	
Prob(F-statistic)	0.000682			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.142981	Mean dependent var	11284.38	
Sum squared resid	6.67E+09	Durbin-Watson stat	0.083875	